فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره پنجاه و سوم، زمستان ۱۴۰۴- صفحات ۵۴۴-۵۲۱

نقش دولت در تثبیت بازار سرمایه در اقتصاد ایران

نوع مقاله: پژوهشی

میثم میرمحمدی[۱]
سجاد برخورداری دورباش[۲]
قهرمان عبدلی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۷/۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۹/۱۹

چکیده

علی رغم اینکه در اقتصاد ایران، بورس اوراق بهادار از یک پیشینه بیش از ۴۰ سال برخوردار است؛ هنوز جایگاه اصلی خود را در اقتصاد ایران پیدا نکرده است. پرسش اصلی مطالعه حاضر بررسی این مطلب است که آیا دولت به عنوان یک ناظر و سیاست گذار کلان که نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد توانسته است طی سال های اخیر نقشی راه‌گشا و تثبیت کننده در این بازار ایفا نماید یا سیاست گذاری ها به نوعی به کاهش کارآیی این بازار انجامیده است؟. در این مطالعه از اطلاعات آماری بازه زمانی ۱۳۷۰-۱۴۰۲ و بر اساس فروانی فصلی استفاده شده است. برای دستیابی به اهداف این مطالعه از الگوی VAR-MGHARCH-BEKK با لحاظ شکست ساختاری استفاده شده است. نتایج بدست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که شاخص مداخله دولت در بازار سرمایه تاثیر منفی بر نوسانات شاخص کل بازار سهام به عنوان شاخص تثبیت بازار سرمایه داشته است. در واقع با افزایش در مداخله دولت در بازار و افزایش در نااطمینانی سیاسی منجر به افزایش در بی‌ثباتی بازار سرمایه شده است. علاوه بر این مشاهده گردید که شاخص تثبیت بازار ارز اثر مثبت بر بازار سرمایه داشته است. متغیر نوسانات نرخ بهره بانکی نیز تاثیر منفی و معنی داری بر تثبیت بازار سرمایه داشته است. در نهایت مشاهده گردید که شاخص نوسانات تورم تاثیر مثبتی بر بازار سرمایه داشته است.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، دولت ، تثبیت ، شکست ساختاری، اثرات نامتقارن.
طبقه بندی JEL: O33, K10, M20, C20

[۱] دانشجوی دکتری اقتصاد پردیس کیش دانشگاه تهران (نویسنده مسئول) eco2015th@gmail.com
[۲] دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران s.barkhordari@at.ac.ir
[۳] استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران abdoli@tu.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مقدمه

طی سالهای متمادی دولت ها به عنوان متولیان و ناظران این بازار تلاش بسیاری در راستای بهبود شرایط زیرساختی این بازار از خود نشان داده‌اند که در برخی مواقع بسیار مفید فایده بوده و در برخی موارد موجبات افزایش نااطمینانی و هیجان و ریسک را در بازار فراهم آورده است. در ایران به عنوان کشوری در حال توسعه که می‌خواهد گام های بلندی در جهت توسعه پویا بردارد، لزوم توجه به مشکلات و نارسایی های بازار سرمایه و علل توسعه نیافتگی بورس اوراق بهادار تهران به خوبی احساس می شود. بر خلاف نظامات مالی حاکم در نظام اقتصادی سایر کشورها ، نظام مالی ایران فاقد قانونمندی های لازم جهت تفکیک بازار پول و سرمایه، تضمین نقش شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی در این بازارها ، نقش موسسات مالی مختلف می باشد. بازار مالی و به ویژه بازار سهام یکی از مهمترین منابع تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری در مسیر رشد و توسعه اقتصادی محسوب می شوند. اهداف نهایی سیاست های کلان اقتصادی (شامل سیاست های پولی و مالی) ثبات قیمت ها، افزایش محصول حقیقی و سطح بالای اشتغال است که دولتها سعی می کنند با استفاده از ابزارهای سیاستی نظیر مخارج دولت، مالیات و عرضه پول به این اهداف دست پیدا کنند(برنانکه و گرتلر[۱]، ۲۰۰۱).

نظام مالی ایران در زمینه ابزارهای نوین مالی نیز با مشکلاتی مواجه است که این خلاء قانونی نه فقط باعث درهم تنیدگی بازار مالی ، بروز اختلال در ایجاد رقابت و محدودیت در گسترش بازار شده بلکه ساختار مالی بانک ها و موسسات مالی را به شکل نامطلوبی تحت تاثیر قرار داده است (ابراهیمی فرد، ۱۳۹۹). شرایط اقتصادی و مالی به سرعت می تواند تغییر کند و بنابراین سیاست‌گذار باید فوق العاده هوشیار، انعطاف‌پذیر و آماده عمل به موقع در مواجهه با پویایی های نامطلوب باشد که ممکن است یک تهدید برای اقتصاد و ثبات مالی باشند (افرم و سالواتوره[۲] ، ۲۰۱۰).

از آنجا که روند کلی قیمت سهام یک متغیر اقتصاد کلان محسوب می شود لذا تعیین تاثیر سیاست های پولی و مالی بر سطح نوسانات بازده سهام یک قدم مهم در تدوین و تصمیم گیری برای یک سیاست موثر خواهد بود. (فارکا[۳]، ۲۰۰۹).

از لحاظ نظری، اعمال سیاست مالی مانند تغییرات در هزینه و یا مالیات (در نتیجه کسری و یا مازاد بودجه) نقش مهمی در تعیین قیمت دارایی ها بازی می کند. برای مثال با افزایش مالیات بدون تغییر در هزینه دولت بازدهی انتظاری دارایی ها در نتیجه کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران نسبت به

---

۱. Bernanke and Gertler

۲. Efrem and Salvatore

۳. Farka

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کاهش می یابد. همچنین افزایش استقراض دولت نرخ بهره کوتاه مدت را افزایش می دهد که به نوبه خود منجر به کاهش ارزش تنزیل جریان نقدی یک دارایی می شود که ناشی از کاهش فعالیت بازار سهام می باشد (لاپودیس[۱]، ۲۰۱۳). علاوه بر این بلانچارد[۲] (۱۹۸۱) استدلال می کند که سیاست های مالی ممکن است با انگیزه‌ای سیاسی و یا ملاحظات اقتصادی دیگر گرفته شوند نه آنچه که در هم ارزی ریکاردویی مورد توجه قرار گرفته شده است. بنابراین ، برخی از سیاست های مالی ممکن است توسط عوامل اقتصادی پیش بینی نشوند و بنابراین می توانند به عنوان یک شوک سیاست مالی که ممکن است بازده بازار سهام را تحت تاثیر قرار می دهند در نظر گرفته شوند. حتی اگر سیاست مالی به صورت کامل توسط عوامل اقتصادی پیش بینی شود به دلیل وقفه سیاست (از قبیل وقفه تصمیم گیری و وقفه اجرایی) ممکن است بر فعالیت بازار سهام اثرگذار باشد. این مطالعه به آسیب شناسی مداخلات دولت (استفاده از منابع صندوق توسعه، منابع بانک ها، منابع سهامداران عمده ، منابع اشخاص حقوقی و ...) با هدف تثبیت بازار سرمایه خواهد پرداخت. این تحقیق به دنبال پاسخگویی به پرسش‌های زیر است:

۱- آیا نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی اثر معناداری بر تثبیت بازار سرمایه دارد؟
۲- آیا نا اطمینانی در تصمیمات دولت اثر معناداری بر تثبیت بازار سرمایه دارد؟
۳- آیا تحریم اثر معناداری بر تثبیت بازار سرمایه دارد؟
۴- آیا شاخص هایی نظیر تغییرات دامنه نوسان، فروش اوراق قرضه دولتی، تغییرات نرخ خوراک پتروشیمی ها به عنوان یک گروه شاخص ساز و بسیار تاثیرگذار بر کلیت بازار سرمایه و ... که به عنوان مهمترین ابزارهای نشان دهنده عملکرد دولت در بورس در سالهای اخیر به شمار می روند؛ بر تثبیت بازار سرمایه اثر معناداری دارد ؟

مبانی نظری

در خصوص مبانی نظری دو دیدگاه به منظور توجیه ضرورت نیاز به دخالت دولت در بازار های مالی از جمله بازار سرمایه وجود دارد:

۱) دیدگاه اول : دیدگاه مقررات گذاری و نظارت

رویکردهای مقرراتی و نظارتی بر بازارهای مالی در طول زمان و در بین کشورها از یک حالت حدی که در آن همه موارد از پیش تعیین شده است و در همه موارد دخالت و نظارت می‌شود (از مقررات مداخله گرایانه و حتی مالکیت تمام عیار دولت تا حالت بازار مالی آزاد) تغییر می‌کند. در دیدگاه بازار

---

۱. Laopodis
۲. Blanchard

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مالی آزاد، کارآیی بازار مالی مانند هر بازار دیگر توسط عوامل خود بازار و عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و هر گونه دخالت، قانون‌گذاری، ایجاد انحصار و مانع در آن باعث نا کارآیی می‌شود. بنابراین در این مکتب به دولت اجازه داده نمی‌شود که از روش های مختلف بر آن مقررات گذاری و نظارت داشته باشد. با توجه به این مسئله، از منظر قائلین به نظارت و مقررات گذاری، دو رویکرد کلی دیدگاه منافع عمومی و دیدگاه منافع خصوصی درباره نحوه مقررات گذاری و نظارت بر بازارهای مالی وجود دارد که در مقابل یکدیگر هستند و یکی به نقش فعال دولت اعتقاد دارد و دیگری در مقابل آن قرار دارد. دیدگاه منافع عمومی مطرح می‌کند که دولت برای منافع جامعه و اصلاح شکست های بازار و تسهیل عملکرد کارای بازارهای مالی، مقررات را تنظیم کند و در نظارت نقش پررنگی داشته باشد. از سوی دیگر اگرچه دیدگاه منافع خصوصی یا دیدگاه مقررات گذاری اقتصادی و سیاسی، استیگلر[۱] (۱۹۷۱) وجود شکست بازار را قبول می‌کند اما در عوض مقررات را به عنوان یک تولید تصور می‌کند که تعامل عرضه کننده ها و تقاضا کننده های مقررات شکل دقیق و اهداف آن را مشخص می‌کند (باغستانی میبدی و همکاران، ۱۳۹۴).

۲) دیدگاه دوم : منافع عمومی

از نظر دیدگاه منافع عمومی دو دلیل عمده برای دخالت دولت در قانون گذاری و نظارت وجود دارد : یکی پیگیری اهداف اجتماعی و دیگری وجود شکست های بازار. فروض دیدگاه منافع عمومی (شلفیر و ویشنی[۲]، ۱۹۹۸) شامل این موارد است: شکست های بازار عمده وجود دارد و دولت انگیزه ها و توانایی‌های بهبود بخشیدن این شکست های بازار را دارد . در بازار مالی، اگر این بازار منابع را از نظر کارایی اجتماعی تخصیص دهد و دیگر وظایف بخش مالی را به خوبی اجرا کند منافع عمومی در نظر گرفته خواهد شد. در این حالت کارایی اجتماعی الزاما به معنای بهینه پارتو نیست، بلکه کارایی اجتماعی دلالت می‌کند که تخصیص منابع در مسیر حداکثر کردن محصول و حداقل کردن واریانس و ترجیحات توزیعی است (میشان[۳]، ۱۹۹۶) درجه تمرکز بر حداکثر کردن محصول، حداقل کردن واریانس یا گسترده کردن دسترسی به سرمایه توسط سلایق مردم تعیین می‌شود، اما زمانی که این اهداف در قالب بازار مالی نیز دنبال شود، دیدگاه منافع عمومی و دخالت دولت مفهوم خود را پیدا می‌کند. یکی از اهداف میانی که دولت ها برای رسیدن به اهداف ذکر شده در مقررات گذاری و نظارت دنبال می‌کنند، بهبود و توسعه بخش مالی است تا از این طریق بتوانند توانایی شان در حمایت از

---

[۱] . Stigler (1971)

[۲] . Shleifer and Vishny

[۳] . Mishan (1996)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

توسعه اقتصادی را بهبود ببخشند (وایت [۱]، ۲۰۰۵). در دیدگاه منافع عمومی، علاوه بر ضرورتی که ناشی از پیگیری اهداف اجتماعی برای دخالت دولت ایجاد می‌کند نقش فعال برای دولت به دلیل وجود شکست های بازار نیز تجویز می‌شود.

✓ اطلاعات نا کامل

ادبیات گسترده‌ای برای مشکلات اطلاعاتی در بخش مالی وجود دارد و بیشتر مباحث شکست بازار در این حوزه مربوط به اطلاعات ناقص است. مور گان[۲] (۲۰۰۲) نشان داد که نهادهای رتبه بندی بازارهای مالی از جمله بانک‌ها و همچنین شرکت‌های بیمه و سایر واسطه های غیر شفاف نسبت به انواع دیگر بنگاه ها، اختلاف قابل توجه دارند. موضوع عدم تقارن اطلاعاتی در قالب مدلهای انتخاب نامساعد و مخاطرات اخلاقی مورد بحث قرار می‌گیرد. نتیجه این مدل ها می‌تواند به نوعی موید نقش پررنگ دولت در بخش مقررات گذاری و نظارت باشد(میبدی، میری و بروجنی، ۱۳۹۴).

✓ حمایت از مشتریان و ذینفعان

برخی دخالت های مقرراتی و نظارتی بر پایه حمایت از مشتریان و سرمایه گذاران و در مجموع کل ذینفعان در بخش مالی از تقلب، دستکاری و سوء استفاده های دیگری بوده است. به عنوان مثال، با سالم و امن ساختن بازارهای مالی مردم ممکن است که برای قرار دادن منابع خود در بازارهای مالی تمایل بیشتری نسبت به سایر گزینه های ممکن داشته باشند. قانع کردن شهروندان نسبت به امن بودن بازار مالی، حساس و مهم است؛ به طوری که بهبود رکود بستگی به عملکرد بازار مالی و پایان رفتار تحریمی از سوی خانوار ها خواهد داشت (بارت و همکاران،[۳] ۲۰۰۶).

مروری بر مطالعات پیشین

سوماری و همکاران[۴] (۲۰۲۱) به بررسی تاثیر مداخلات بازارسازی در بازار سرمایه در کشور آفریقا پرداختند. از انواع روش های ارزیابی شده در این مطالعه که در جزو تکنیکهای اقتصاد سنجی مرسوم در مطالعات بازارهای مالی است می توان به روش کنترل تصادفی، متغیرهای ابزاری، رگرسیون ناپیوسته مضاعف اشاره کرد. اکثر مطالعاتی که توسط موسسات مالی در حوزه ابزارهای توسعه انجام گرفته است به ۵ معیار اشاره کرده اند: مرتبط بودن، اثربخشی، کارایی، تاثیر وپایداری . برای لحاظ

---

[۱] . White (2005)

[۲] . Morgan (2002)

[۳] . Barth, J. (2006)

[۴] . Soumare, Kanga & Tyson

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

اثرات سرریز و کلان اقتصادی می توان رویکرد های تعادل عمومی، کنترل مصنوعی و خودرگرسیون برداری را استفاده کرد. این رویکردها نیز در پژوهش حاضر مورد ارزیابی قرار گرفته اند.

چان و همکاران[۱] (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر تولید ناخالص داخلی و نرخ بهره بر بازده سهام کشورهای استرالیا و امریکا با رویکرد مدلهای تغییرات ضرایب زمانی پرداختند. نتایج بدست آمده از این مطالعه نشان داد که وارد نمودن نوسانات تصادفی عملکرد مدل برآوردی را بهبود داده است.

هتزل[۲] (۲۰۱۵) به بررسی اثر مداخله دولت در بازار های مالی پرداخت. این مطالعه در تلاش برای این سوال برآمده است که دولت چگونه ریسک بازارهای مالی را کنترل می نماید. در این پژوهش مشکلات پیش روی سیاستگذاری در حوزه مالی را مورد مطالعه قرار می‌دهد. این مطالعه از نوع کیفی بوده و علاوه بر اینکه نگاهی کلی به نظریات پیشین اقتصاد دانان مختلف انداخته است، همچنین بحرانهای مالی دنیا و نحوه مقابله دنیا با آنها را از نگاه تئوریتیکال و مقایسه با مباحث نظری مورد ارزیابی قرار داده است.

کورو[۳] (۲۰۱۴) به بررسی انگیزه سرمایه گذاران و واکنش بازار سهام به شوک پولی پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داده است که شوک های پولی تأثیر این اخبار پولی روی تصمیمات سرمایه-گذاران به شرایط بازار نیز وابسته است. بر اساس نتایج وی شوک‌های پولی در کوتاه مدت این تأثیر معنادار مشاهده نمی‌گردد. کورو این عامل را ناشی از تعدیل انتظارات (کامل شدن انتظارات تطبیقی در طی زمان) سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه در طی زمان (بلند مدت) است.

بشخور (۱۴۰۲) به بررسی راهبردهای توسعه بازار سرمایه براساس قانون بودجه سال ۱۴۰۲ پرداخت. یکی از موضوعات بسیار مؤثر بر بازار سرمایه، وضعیت بودجه و سیاست‌گذاری‌های دولت و مجلس در این باره است. از جمله مهمترین موارد مرتبط با بازار سرمایه در بودجه سال ۱۴۰۲ می‌توان به حذف سقف قیمت نرخ خوراک گاز، وضع مالیات و عوارض صادارتی بر درآمد حاصل از صادرات مواد و محصولات معدنی و صنایع معدنی فلزی و غیرفلزی، حمایت از بازار سرمایه از کانال صندوق تثبیت بازار، تعیین مالیات بر ارزش‌افزوده صفردر خصوص کالاهایی که در قالب گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی کشور پذیرش می‌شوند اشاره کرد. بسیاری از کارشناسان و تحلیلگران بازار سرمایه معتقدند مهم‌ترین رکن برای رشد این بازار، بازگشت اعتماد به آن است. اعتماد ازدست‌رفته را می‌توان تا حدی با سیاست‌گذاری و قوانین به‌خصوص در بودجه سال ۱۴۰۲ ترمیم کرد. در این گزارش، وضعیت بازار سرمایه از منظر بودجه سال ۱۴۰۲ بررسی شده است. پیشنهاداتی نیز در همین

---

[۱] Chen et al.

[۲] Hetzel

[۳] Kurov, Alexander

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

باره شامل حذف قیمت‌گذاری دستوری و شفافیت هرچه بیشتر در خصوص سیاست‌های اتخاذشده در بازار سرمایه داده شده است.

مقصودی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی نقش دولت در توسعه بازارسرمایه ایران پرداختند. در پژوهش حاضر با روش کیفی و میدانی و از طریق طراحی پرسشنامه ای مبتنی بر شاخص های حکمرانی خوب برای چهار گروه کارشناسان، مدیران، فعالین و خبرنگاران بازارسرمایه و ارزیابی داده ها با استفاده از تحلیل تم، عملکرد دولت و نقش آن در فرایند توسعه بازارسرمایه در یک بازه زمانی ۱۲ ساله واکاوی شد. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که دولت در ایران به واسطه ضعف آگاهی نسبت به سازو کار بازارسرمایه و ضعف در مکانیزم های شفافیت، قانون، پاسخگویی وکنترل فساد طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ ه.ش مانع توسعه بازارسرمایه بوده و به نظر می رسد راه برون رفت از شرایط فعلی، حداقل دخالت دولت در سازوکار بازارسرمایه باشد.

شریفی راد و همکاران (۱۴۰۰) به آزمون تجربی رفتار خلاف قاعده بازار سرمایه بر اساس شرایط عدم اطمینان سیاسی و محیط اطلاعاتی بازار سرمایه پرداختند. بدین منظور داده‌های ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ از طریق داده‌های ترکیبی مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عدم اطمینان سیاسی ناشی از ناپایداری مدیریت تحت تأثیر محیط اطلاعاتی بازار سرمایه با خلاف قاعده هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معناداری دارد. همچنین عدم اطمینان سیاسی ناشی از اندازه شرکت تحت تأثیر محیط اطلاعاتی بازار سرمایه با خلاف قاعده هزینه سرمایه سهام عادی رابطه مثبت و معناداری دارد.

طریقی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی اثرات نااطمینانی در متغیرهای حقیقی و پولی منتخب بر بازدهی بازار سرمایه به صورت مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این مطالعه از اطلاعات آماری بازه زمانی ۱۳۸۷ – ۱۳۹۲ و با استفاده از داده‌های ماهانه با استفاده از نرم افزار ایویوز، OXMETRIC7 و TCM به بررسی نااطمینانی بخش پولی و حقیقی بر بازدهی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بر این اساس ۵ شاخص به نمایندگی بخش پولی (تورم، عرضه پول، نرخ ارز، درآمد های نفتی و قیمت طلای داخلی) و ۵ شاخص به نمایندگی بخش حقیقی (تولیدات صنعتیف سرمایه گذاری بخش حقیقی در مسکن، رشد اقتصادی حجم دولت به GDP ، نرخ رشد صادرات غیر نفتی) وارد مدل PLS گردید. بر اساس نتایج تخمین در مدل PLS متغیر رشد اقتصادی به نمایندگی بخش حقیقی و متغیر درآمدهای نفتی به نمایندگی بخش پولی بالاترین تأثیر را بر بازدهی بورس داشتند. بر اساس نتایج تحقیق مشخص گردید که متغیرهای پولی با مشکل نااطمینانی روبرو بوده، اما متغیرهای حقیقی با چنین مشکلی روبرو نیستند. بر اساس نتایج مدل MSEGARCH برای متغیرهای پولی این نتیجه حاصل گردید که نااطمینانی در متغیرهای پولی هم در نوسانات بالا

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

و هم در نوسانات پایین تأثیر معناداری بر بازدهی بورس به صورت منفی دارد. در متغیرهای حقیقی از مدل MSVAR برای رسیدن به نتایج استفاده شد. نتایج این مدل بیانگر این واقعیت است که رشد اقتصادی در دو رژیم رونق شاخص بورس و رکود شاخص بورس تأثیر معناداری بر بازدهی شاخص بورس دارد.

مدیری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی اثر دخالت دولت در بخش بانکی روی پایداری مالی این بخش در ایران در دوره ۱۳۸۰ -۱۳۹۲ پرداختند. برای اندازه‌گیری دخالت دولت در بخش بانکی، از متغیرهای نرخ سود واقعی سپرده، تسهیلات اعطایی تبصره‌ای بانک ها و موسسات اعتباری غیر بانکی و نسبت بدهی بخش دولتی به مجموع بدهی یا دارایی بخش بانکی و روش تحلیل اجزای اصلی (PCA) و برای سنجش پایداری مالی از شاخص Z-Score استفاده شده است. برای بررسی اثر دخالت دولت در بخش بانکی بر پایداری مالی این بخش از داده‌های ترازنامه و گزارش های سود و زیان بانک ها بهره گیری، و با کاربرد داده‌های پانل، مدل مقاله برآورد شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل در بین ۱۴ بانک کشور، نشان می دهد که دخالت دولت در بخش بانکی، تأثیر منفی بر پایداری مالی این بخش داشته و باعث افزایش آسیب پذیری مالی این بخش می شود. همچنین افزایش نسبت بدهی به دارایی، باعث افزایش آسیب پذیری مالی این بخش می‌شود. همچنین افزایش نسبت بدهی به دارایی، باعث افزایش آسیب پذیری مالی بخش بانکی و افزایش اندازه بانک ها (لگاریتم دارایی ها)، موجب بهبود پایداری مالی این بخش می شود.

ندری و حسینی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش داده‌های پنل پرداختند..در این مطالعه توصیه هایی برای قوانین و مقرارت بازار سرمایه ایران با استفاده از شاخص‌های حمایت از سهامداران خرد پروژه سهولت کسب و کار، به این سوال پاسخ داده می‌شود که آیا بهبود شاخص حمایت از سهامدارن خرد، با اندازه بازار سرمایه در کشورهای مختلف رابطه دارد یا خیر؟ برای پاسخ به این پرسش با استفاده از داده‌های شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی، تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد را بر ارزش بازار سرمایه ۲۷ کشور با درامد بالاتر از متوسط (شامل ایران) بین سالهای ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۲ براورد گردید. نتایج این تخمین نشان می‌دهد که حمایت حقوقی از سهامداران خرد بر اندازه بازار سرمایه کشورهای مورد بررسی تاثیر مستقیم دارد.

میبدی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی لزوم دخالت دولت در مقررات گذاری و نظارت بر بازار مالی پرداختند. یکی از مباحث مهم در زمینه مقررات گذاری و نظارت بر بخش های مالی لزوم دخالت دولت است که پایه آن بر اساس مبانی اقتصادی شکست بازار مطرح می‌شود. در این پژوهش ضمن مروری کوتاه بر مبانی نظری و نظر مکاتب مختلف اقتصادی در مورد لزوم دخالت دولت در اقتصاد،

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مبانی نظری حضور دولت در مقررات گذاری و نظارت ورویکردهای مختلف در مورد آن مورد بررسی قرار گرفته است.

نوآوری مطالعه حاضر در ارزیابی اثرات مداخله دولت در بازار سرمایه با استفاده از مدل رگرسیونی مبتنی بر واریانس ناهمسانی شرطی چند متغیره بوده است که در مطالعات پیشین کمتر مورد توجه بوده است.

روش شناسی تحقیق

تکنیک‌های به کار رفته در خصوص مدلسازی سیاست های با بار نااطمینانی و تثبیت که در پژوهش-های پیشین مورد استفاده قرارگرفته‌اند شامل:

- ✓ مدلسازی خانواده ARCH و GARCH و مشتقات آنها یکی از پرکاربردترین الگوها برای اندازه-گیری نااطمینانی‌ها می‌باشند. از قدیمی‌ترین مطالعات که از این تکنیک برای اندازه‌گیری اثرات نااطمینانی استفاده کرده‌اند می‌توان به مطالعات بولرسلو[۱](۱۹۸۶)، دی و لوییس[۲](۱۹۹۷)، زو و تیلور[۳]، دافی و گری[۴] و نلسون[۵](۱۹۹۶)، رحمان و سرلتیس[۶](۲۰۱۲) اشاره نمود.
- ✓ استفاده از تکنیک شبیه سازی توسط کیم و لونگانی[۷](۱۹۹۲)، آبسفلد و روگوف[۸](۱۹۹۵)، روتمبرگ و وودفورد[۹](۱۹۹۶)، برنانکی و دستیارانش[۱۰](۱۹۹۷)، همیلتن و هررا[۱۱](۲۰۰۴)، فین[۱۲](۲۰۰۰) و باکوس، بارسکی و کیلیان[۱۳](۲۰۰۱) . نتایج این مطالعات نشان می‌دهد همواره نااطمینانی در اقتصادها رو به افزایش است و این افزایش ریشه در سیاستهای پولی و مالی دولتها دارد.

---

۱ - Bollerslev
۲ - Day & Lewis
۳ - XU & Taylor
۴ - Duffie & Gary
۵ - Nelson
۶ . Rahman, S.,Serletis, A.
۷ - Kim & Loungani
۸ - Obstfeld & Rogoff
۹ - Rotemberg & Woodford
۱۰ - Bernanke, et al.
۱۱ - Hamilton & Herrera
۱۲ - Finn
۱۳ - Barsky & Kilian

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

- ✓ روشهای اتورگرسیوبرداری[۱] که توسط کوردن و نری[۲](۱۹۸۲)، کوردن[۳](۱۹۸۴)، نری و وان وگن برگن[۴](۱۹۸۶)،فردمنش[۵](۱۹۹۱)،الموتاوا[۶](۱۹۹۲) شکل‌گرفته‌است. وجه تمایز مشاهده شده در نتایج حاصل از این مدلسازی‌ها در مقایسه با الگوهای پیشین، توانایی این روش در بررسی اثرات متقابل می‌باشد.
- ✓ استفاده از روش ارزش در معرض ریسک[۷] توسط لیس مایر و پیرسون[۸](۱۹۹۶)، واهرنبرگ[۹](۲۰۰۱)، بوش وراشکل[۱۰](۲۰۰۴) می‌باشد. ویژگی شاخص این مطالعات پیش بینی ریسک حاصل از تغییرات آتی بازارها است. همچنین در این مطالعات، شناسایی عوامل اقتصادی-سیاسی اثرگذار بر ریسک و نااطمینانی توجه ویژه‌ای شده‌است.
- ✓ روش هموارسازی نمایی[۱۱] که توسط افرادی نظیر ولرگر[۱۲](۱۹۹۳)، ترنس میلز[۱۳](۱۹۹۳)، کمبل و مکینلی[۱۴](۱۹۹۷)، هوتوپ[۱۵](۱۹۹۷)، هیسه[۱۶](۱۹۹۹)، جوریون[۱۷](۱۹۹۹) ارائه شده و بر اساس این روش مشخص گردید برخی پارامترها مانند افزایش شدید تقاضای بازار، شرایط نامساعد جوی، بحران‌های سیاسی و ... از جمله عوامل اصلی ایجاد نااطمینانی در بازارها می باشند.

نتایج مطالعه دقیق بر مدلسازی‌های انجام گرفته در پژوهش‌های پیشین در حوزه نااطمینانی نشان می‌دهد که الگوهای VARMA به دلیل برخورداری از دقت بالای پیش‌بینی ضرایب

---

۱ - Vector Auto Regression Model
۲ - Cordon & Neary
۳ - Corden
۴ - Neary & Van Wijnbergen
۵ - Fardmanesh
۶ - Al-Mutawa
۷ - Value-at Risk
۸ - Linsmeier & Pearson
۹ - Wahrenburg
۱۰ - Busch & Ruschky
۱۱ - Exponential Smoothing
۱۲ - Verleger
۱۳ - TerenceMills
۱۴ - Campbell and MacKinlay
۱۵ - Hotopp
۱۶ - Hiseh
۱۷ - Jorion

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

(سیمیونسو[۱]،۲۰۱۳) و معناداری و قدرت توضیح‌دهندگی بالاتر آنها در مقایسه با الگوهای مشابه (مک گراتن[۲](۲۰۰۶) وکاسچا و مرتنس[۳](۲۰۰۹) در بررسی همزمان بازارها از اهمیت ویژه‌ای در این بخش برخوردارند. اما ایراد وارد بر الگوی VARMA این است که تنها به میانگین‌های شرطی می‌پردازد و واریانس‌های شرطی را در آن لحاظ نشده است.

اگر علاوه بر بررسی نوسانات در هر بازار، بررسی انتقال تکانه‌ها و سرریز نوسانات میان بخش‌های مختلف اقتصادی مورد نظر باشد، می‌توان از مدل‌های گارچ چندمتغیره[۴] (MGARCH) استفاده نمود. مدلهای گارچ چند متغیره که توسط مک آلیر و همکاران (۲۰۰۹)[۵] توصیه شده‌اند علاوه بر میانگین‌های شرطی قابلیت لحاظ واریانس‌های شرطی را نیز به طور همزمان در چند بازار متفاوت در کوتاه مدت و بلندمدت را دارند.

یکی از ایرادات وارد بر مدل های خانواده GARCH (p,q) آن است که نوسانات مثبت و منفی با اندازه برابر (قدر مطلق برابر) اثر یکسانی بر ماتریس کوواریانس شرطی دارند؛ این ویژگی همان اثر تقارن است. در این پژوهش به منظور لحاظ نمودن اثر نامتقارن از نسخه نامتقارن مدل BEKK[۶] که توسط گریر و همکاران[۷] (۲۰۰۴) ارائه شده است، استفاده می شود. تحت این شرایط، شرط مثبت معین بودن ماتریس واریانس – کوواریانس نیز رعایت می‌گردد.

با مطالعه اطلاعات بدست آمده در خصوص الگوهای مورد استفاده در زمینه موضوع مورد مطالعه و ویژگی‌های آنها نیاز به الگویی که خصوصیات ذکر شده را همزمان پوشش دهد احساس می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد که الگوی VAR–MGHARCH-BEKK با توجه به دارا بودن خصوصیات فوق الگوی بهینه برای تحلیل اثرات سیاست های دولت در خصوص نقش تثبیت کنندگی در بازار سرمایه می باشد. معادلات (۱) و (۲) به ترتیب معادلات میانگین و واریانس الگوی مذکور می‌باشند.

(۱)

$$Z_t = \alpha + \sum_{i=1} \Pi_i Z_{t-i} + \varphi\sqrt{h_{t-1}} + \sum_{i=1} \theta_L e_{t-L} + e_t$$

معادله (۱) شامل ماتریس های معادلات میانگین است. Z_t ماتریس متغیرهای به کار گرفته شده در الگو است. بخش اول معادله یا α ماتریس عرض از مبداء ها، عبارت دوم بخش AR معادله از

---

۱ - Simionescu, M.

۲ - Mc Grattan, (2006)

۳ - Kascha, Ch. & Mertens, K. (2009)

۴ Multivariate Garch Models

۵ . McAleer and et al, 2009

۶ . Baba, Engle, Kraft, Kroner (BEKK)

۷ . Grier, Kevin B, Henry, Ólan T, Olekalns, Nilss, & Shields, Kalvinder .(2004).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مرتبه iام، عبارت سوم بخش نااطمینانی یا in-mean ، عبارت چهارم معرف بخش MA(L) و عبارت آخر یا et همان جملات خطا یا پسماند می باشد. متغیرهای پژوهش شامل:

Y_{1t}: متغیر نوسانات شاخص کل بازار سهام به عنوان شاخص تثبیت بازار سرمایه

Y_{2t}= شاخص تثبیت بازار ارز

Y_{3t}= شاخص نوسانات نرخ بهره بانکی

Y_{4t}= شاخص نوسانات تورم

X_{1t}= شاخص ناطمینانی حاصل از مداخلات دولتی (این شاخص شامل ماتریسی از متغیرهای فروش اوراق قرضه دولتی، تغییرات دامنه نوسان و تغییر نرخ خوراک پتروشیمی ها می باشد که کلیه این متغیرها متغیرهای سیاستی و برونزا می باشند.)

X2t= حجم تجارت با اروپا به عنوان شاخص تحریم

لازم به ذکر است که متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه ابتدا با استفاده از خانواده مدل های ARMA و GARCH مدلسازی شده و معادلات میانگین و واریانس بدست آمده و شاخص نوسانات با استفاده از واریانس شرطی برآورد شده برای هر از شاخص های ذکر شده در بالا استخراج شده است.

برآورد مدل تجربی تحقیق

پس از محاسبه متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب و اطمینان بیشتر از ضرایب برآوردی مدل، لازم است مانایی متغیرهای مورد استفاده در الگو مورد آزمون قرار گیرد. استفاده از نرخ رشد و حالت لگاریتمی متغیرها علاوه بر اینکه در اغلب موارد می تواند متغیرهای نامانا را به مانا تبدیل کند، مشکل متفاوت بودن واحدهای متغیرها را مرتفع می‌نماید. جدول (۱) خلاصه نتایج بررسی مانایی متغیرهای پژوهش را با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم یافته[۱] گزارش می‌دهد.

جدول(۱). نتایج آزمون مانایی متغیرها با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته

متغیر	آماره آزمون	مقایسه با سطح ۵٪	سطح احتمال	وضعیت مانایی
Y_{1t}	-۱۰/۰۳۴۴۴	-۲/۹۴۳۹۳۲	۰/۰۰۰	مانا

[۱] - Augmented Dickey-Fuller

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

Y_{2t}	-۱۰/۱۹۸۱۰	-۲/۱۲۶۸۴۱	۰/۰۰۰	مانا
Y_{3t}	۰۳۹۴۴۷/۴-	۱۸۹۷۵۳/۳-	۰۰۱/۰	مانا
Y_{4t}	-۵/۰۶۴۳۰۴	-۲/۸۹۰۹۲۶	۰/۰۰۰۰	مانا
X_{1t}	۵۲۷۲۷۷/۹-	۲۸۹۶۰۳/۲-	۰۰۰/۰	مانا
X_{2t}	-۷/۲۱۵۹۸۳۲	۳۱۷۶۴۷/۴-	۰/۰۰۰	مانا

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج جدول(۱) نشان می‌دهد که کلیه متغیرها در سطح مانا هستند. گام بعدی پیش از شروع مدلسازی بررسی شکست ساختاری[۱] در واریانس‌های متغیرهای پژوهش می‌باشد؛ چراکه در صورت بروز این پدیده به دلایلی نظیر جنگ، تعدیل اقتصادی، تغییر نظام ارزی و غیره، لحاظ آن می‌تواند تا حدود زیادی از بروز مشکل اختلال در تفسیر نتایج بکاهد (نوریگا[۲]،۲۰۰۲). نتایج آزمون شکست ساختاری با توجه به معیار آزمون بررسی شکست در جدول(۲) قابل مشاهده است.

جدول(۲). تعداد و موقعیت شکست های ساختاری در واریانس سری زمانی بازدهی متغیرهای پژوهش

موقعیت زمانی شکست	موقعیت عددی شکست	تعداد شکست
۱۳۹۹	۴۶	۱

منبع: یافته‌های تحقیق

در جدول(۳) نتایج حاصل از برآورد الگوی VAR GARCH BEKK با لحاظ شکست ساختاری ارائه شده است.

جدول (۳). نتایج حاصل از برآورد بخش AR و عرض از مبدا معادلات میانگین

پارامتر		ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
عرض از	**α1**	0.00002044	0.00000220	9.27174	0.00000000
	α2	-0.00076024	0.00087818	-0.86569	0.38665858

[۱] - Structural Breaks

[۲] - Noriega

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

	α3	0.02051908	0.00049040	41.84120	0.00000000
	α4	-0.00138446	0.00006406	-21.61108	0.00000000
	α5	0.00050833	0.00002323	21.87871	0.00000000
ضرایب AR	**β11**	0.97193472	0.00327933	296.38236	0.00000000
	β12	0.00763189	0.00003795	201.10138	0.00000000
	β13	-0.00308235	0.00001522	-202.57274	0.00000000
	β14	0.00705792	0.00001765	399.91106	0.00000000
	β15	0.04223987	0.00002815	1500.59521	0.00000000
	β21	-1.54745133	0.55425097	-2.79197	0.00523884
	β22	-0.44316050	0.04261717	-10.39864	0.00000000
	β23	0.82723174	0.01987023	41.63172	0.00000000
	β24	-0.21210673	0.03968239	-5.34511	0.00000009
	β25	-1.22774888	0.08341659	-14.71828	0.00000000
	β31	4.18103005	0.34051518	12.27854	0.00000000
	β32	-0.36269169	0.02723691	-13.31618	0.00000000
	β33	-0.09930267	0.01690081	-5.87562	0.00000000
	β34	0.31403795	0.01586039	19.80014	0.00000000
	β35	2.40811316	0.01911008	126.01269	0.00000000
	β41	-1.39741773	0.18872479	-7.40453	0.00000000
	β42	0.01587159	0.00757209	2.09606	0.03607654
	β43	-0.10543286	0.00150228	-70.18168	0.00000000
	β44	0.78828154	0.00203884	386.63214	0.00000000
	β45	0.56480244	0.00392881	143.75901	0.00000000
	β51	1.58143715	0.05744146	27.53128	0.00000000
	β52	-0.02759803	0.00255660	-10.79480	0.00000000
	β53	-0.16938098	0.00055890	-303.06159	0.00000000
	β54	-0.16294213	0.00065666	-248.13879	0.00000000
	β55	-0.68393780	0.00149987	-455.99832	0.00000000

منبع: محاسبات تحقیق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

به منظور تفسیر رابطه هر متغیر با وقفه سایر متغیرها لازم است به ضرایب بخش AR توجه شود. وقفه بهینه در این بخش بر اساس معیار شوارتز، وقفه یک تشخیص داده شده است. معناداری ضرایب β_{31}، ... ،β_{35} نشان می‌دهد که اگر در دوره t-1 سیاست های اعمال شده توسط دولت در بخش بازار سرمایه، کلیه متغیرهای لحاظ شده در الگو را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

جدول (۴). نتایج حاصل از برآورد ضرایب بخش MA معادلات میانگین

	پارامتر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
ضرایب MA	φ11	-۱,۰۳۱۲۰۰۸۷	۰,۰۰۰۲۷۱۲۲	۳۸۰۲,۱۳۱۱ -۱	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ12	-۰,۰۰۰۹۳۹۹۷	۰,۰۰۰۰۱۶۱۷	-۵۸,۱۳۶۴۸	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ13	-۰,۰۰۳۶۰۷۸۹	۰,۰۰۰۱۳۵۵۳	۲۶,۶۲۰۲۵	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ14	-۰,۰۱۴۷۲۸۸۱	۰,۰۰۰۷۷۷۸۶	-۱۸,۹۳۵۱۳	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ15	-۰,۰۴۵۳۰۵۸۸	۰,۰۰۰۰۴۰۸۵	۱۱۰۹,۱۳۴۸ -۸	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ21	۰,۲۸۸۴۰۸۸۷	۰,۶۴۶۳۰۹۷۵	۰,۴۴۶۲۴	۰,۶۵۵۴۲۴۳۳
	φ22	-۰,۳۸۳۹۸۷۳۵	۰,۰۲۴۵۵۹۱۸	-۱۵,۶۳۵۱۹	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ23	-۰,۶۹۰۱۴۰۹۵	۰,۰۳۱۹۵۶۹۴	-۲۱,۵۹۵۹۶	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ24	۰,۳۵۷۴۲۲۸۴	۰,۱۲۳۸۶۲۷۵	۲,۸۸۵۶۴	۰,۰۰۳۹۰۶۲۳
	φ25	۱,۲۰۹۴۸۲۴۱	۰,۰۹۳۲۳۱۷۲	۱۲,۹۷۲۸۶	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ31	-۴,۶۸۴۰۹۱۴۸	۰,۲۲۴۸۸۱۴۹	-۲۰,۸۲۹۱۵	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ32	-۰,۳۵۴۰۳۸۲۰	۰,۰۲۱۵۶۰۵۸	-۱۶,۴۲۰۶۳	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ33	۰,۰۴۸۸۶۵۳۳	۰,۰۲۸۴۲۹۹۶	۱,۷۱۸۸۰	۰,۰۸۵۶۵۱۳۲
	φ34	-۰,۴۹۸۵۰۴۵۳	۰,۱۰۲۱۲۱۵۸	-۴,۸۸۱۴۸	۰,۰۰۰۰۰۱۰۵
	φ35	۲,۲۸۹۴۹۰۳۳	۰,۰۲۵۱۴۰۹۶	۹۱,۰۶۶۱۶	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ41	۲,۱۱۱۳۳۲۵۱	۰,۰۳۲۸۲۳۶۸	۶۴,۳۲۳۴۵	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ42	-۰,۱۳۹۰۳۱۶۲	۰,۰۰۱۸۳۲۹۴	-۷۵,۸۵۱۶۱	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ43	۰,۱۵۴۶۲۵۲۶	۰,۰۱۰۴۴۶۴۵	۱۴,۸۰۱۷۱	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

	φ44	۰,۴۸۴۱۳۹۵۴	۰,۰۴۰۵۱۳۱۲	۱۱,۹۵۰۱۹	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ45	-۰,۵۷۰۹۵۷۰۶	۰,۰۰۵۶۸۴۷۴	۱۰۰,۴۳۶۸۳ -	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ51	-۱,۶۹۰۵۸۴۸۳	۰,۰۱۱۹۵۷۲۸	۱۴۱,۳۸۵۳۶ -	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ52	۰,۰۵۸۵۸۹۸۰	۰,۰۰۰۵۹۷۳۰	۹۸,۰۹۱۷۷	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ53	۰,۱۷۲۰۴۶۲۳	۰,۰۰۳۳۹۸۷۳	۵۰,۶۲۰۶۷	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
	φ54	-۰,۰۱۴۴۲۷۷۰	۰,۰۱۴۳۴۳۳۱	-۱,۰۰۵۸۸	۰,۳۱۴۴۷۱۸۶
	φ55	۰,۶۹۱۹۰۴۶۳	۰,۰۰۲۷۰۸۷۱	۲۵۵,۴۳۷۰۴	۰,۰۰۰۰۰۰۰۰
ضرایب بخش معادلات میانگین	Φ11	-۰,۰۰۰۱۸۷۷۹	۰,۰۰۰۰۴۷۲۸	-۳,۹۷۱۸۱	۰,۰۰۰۰۷۱۳۳
	Φ12	-۰,۰۰۰۰۲۳۴۲	۰,۰۰۰۰۰۵۱۲	-۴,۵۷۷۹۱	۰,۰۰۰۰۰۴۷۰
	Φ13	-۰,۰۰۰۰۰۴۶۲	۰,۰۰۰۰۰۲۹۴	-۱,۵۷۰۳۴	۰,۱۱۶۳۳۵۶۱
	Φ14	-۰,۰۰۰۰۴۴۴۰	۰,۰۰۰۰۱۲۵۸	-۳,۵۲۸۷۴	۰,۰۰۰۴۱۷۵۵
	Φ 15	-۰,۰۰۰۰۰۹۶۴	۰,۰۰۰۰۰۶۸۱	-۱,۴۱۵۰۰	۰,۱۵۷۰۶۸۲۱
	Φ21	۰,۰۸۴۸۶۷۱۴	۰,۰۶۸۰۴۷۸۴	۱,۲۴۷۱۷	۰,۲۱۲۳۳۵۶۵
	Φ 22	۰,۰۰۲۴۶۸۲۲	۰,۰۰۷۶۸۶۴۵	۰,۳۲۱۱۱	۰,۷۴۸۱۲۵۰۶
	Φ23	-۰,۰۰۰۱۹۹۸۹	۰,۰۰۴۴۷۴۷۰	-۰,۰۴۴۶۷	۰,۹۶۴۳۷۰۰۲
	Φ24	۰,۰۲۴۲۷۵۶۸	۰,۰۱۸۵۹۱۰۳	۱,۳۰۵۷۷	۰,۱۹۱۶۲۹۴۳
	Φ25	-۰,۰۱۰۵۳۲۵۹	۰,۰۰۹۳۴۵۱۵	-۱,۱۲۷۰۷	۰,۲۵۹۷۱۴۸۹
	Φ31	-۰,۰۰۵۹۶۵۹۱	۰,۰۳۶۸۱۹۷۴	-۲,۱۶۲۰۳	۰,۰۰۱۲۸۱۹۸
	Φ32	-۰,۰۱۷۲۳۶۲۴	۰,۰۰۵۳۳۴۵۳	-۳,۲۳۱۰۷	۰,۰۰۱۲۳۳۲۹
	Φ33	-۰,۰۰۸۱۶۱۴۱	۰,۰۰۲۷۵۳۵۲	-۲,۹۶۳۹۹	۰,۰۰۳۰۳۶۸۱
	Φ34	۰,۰۲۱۰۴۰۸۲	۰,۰۰۹۴۹۷۰۸	۲,۲۱۵۵۰	۰,۰۲۶۷۲۵۵۶
	Φ35	۰,۰۰۸۹۲۴۴۹	۰,۰۰۵۳۸۵۱۵	۱,۶۵۷۲۴	۰,۰۹۷۴۷۱۰۰
	Φ41	-۰,۰۰۳۷۶۱۵۱	۰,۰۰۴۷۶۵۱۰	-۰,۷۸۹۳۹	۰,۴۲۹۸۸۵۸۶
	Φ42	-۰,۰۰۰۴۶۶۹۳	۰,۰۰۰۵۱۷۶۴	-۰,۹۰۲۰۳	۰,۳۶۷۰۳۸۶۲
	Φ43	-۰,۰۰۰۸۱۰۶۱	۰,۰۰۰۲۹۶۷۵	-۲,۷۳۱۶۷	۰,۰۰۶۳۰۱۵۰
	Φ44	-۰,۰۰۴۲۷۲۸۶	۰,۰۰۱۲۴۱۰۵	-۳,۴۴۲۹۳	۰,۰۰۰۵۷۵۴۵
	Φ45	-۰,۰۰۱۴۱۶۶۷	۰,۰۰۰۷۱۳۴۸	-۱,۹۸۵۵۶	۰,۰۴۷۰۸۲۰۵
	Φ51	-۰,۰۰۲۲۳۵۶۱	۰,۰۰۱۷۴۹۰۱	-۱,۲۷۸۲۱	۰,۲۰۱۱۷۴۴۸

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

	Φ52	-۰,۰۰۰۶۴۷۶۱	۰,۰۰۰۱۹۰۵۲	-۳,۳۹۹۱۰	۰,۰۰۰۶۷۶۰۸
	Φ53	-۰,۰۰۰۱۹۶۵۳	۰,۰۰۰۱۱۰۳۹	-۱,۷۸۰۳۷	۰,۰۷۵۰۱۵۶۷
	Φ54	-۰,۰۰۱۵۷۰۱۵	۰,۰۰۰۴۶۰۲۵	-۳,۴۱۱۵۲	۰,۰۰۰۶۴۶۰۳
	Φ55	-۰,۰۰۰۴۹۴۹۳	۰,۰۰۰۲۵۳۵۵	-۱,۹۵۲۰۳	۰,۰۵۰۹۳۴۹۸

منبع: محاسبات تحقیق

اثرگذاری وقوع یک تکانه مثبت در دوره t-1 نسبت به میانگین دوره قبل بر متغیرهای لحاظ شده در الگو در دوره جاری را می‌توان با ضرایب برآوردی بخش MA مندرج در جدول (۴) تفسیر کرد. با توجه به ضرایب برآورد شده در بخش مربوط به ضرایب بخش میانگین نکته جالب آن است که تکانه‌های قابل پیش‌بینی با اثر مثبت و تکانه‌های غیرقابل پیش‌بینی اثر منفی بر شاخص بازار سرمایه همراهند. آنچنانکه از تفسیر ضرایب **φ31**، ...،**φ35** استنباط می توان کرد، هر تکانه‌ای که در شاخص های اقتصاد کلان به کار رفته در پژوهش حاضر ایجاد شود به کلیه بخش‌های مورد مطالعه از جمله بازار سرمایه سرایت می‌کند . معناداری ضرایب بخش in Mean گویای لحاظ نااطمینانی در توابع میانگین می‌باشد. با این وجود اثرگذاری نااطمینانی در سیاست گذاری های دولت توسط ضرایب برآوردی Φ_{31}، ... ، Φ_{35} بر کلیه بخش‌های مورد مطالعه مورد تأیید قرار می‌گیرد.

جدول (۵). نتایج حاصل از برآورد ضرایب بخش عرض از مبداء و ARCH معادلات واریانس کوواریانس

	پارامتر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
عرض از مبداء	**C11**	0.00696335	0.00038256	18.20216	0.00000000
	C21	0.00961448	0.01051518	0.91434	0.36053672
	C22	0.02277903	0.00591727	3.84958	0.00011832
	C31	0.03830926	0.01142111	3.35425	0.00079581
	C32	0.08970626	0.01663313	5.39323	0.00000007
	C33	0.07958775	0.01359802	5.85289	0.00000000
	C41	0.01914538	0.00326349	5.86654	0.00000000
	C42	-0.00886611	0.00390690	-2.26935	0.02324716
	C43	-0.00029672	0.00485563	-0.06111	0.95127274
	C44	-0.00362958	0.00368600	-0.98469	0.32477447
	C51	-0.00935179	0.00826811	-1.13107	0.25802660
	C52	0.01370273	0.00893807	1.53307	0.12525748

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

	C53	0.01155618	0.00982919	1.17570	0.23971473
	C54	0.00104495	0.00747611	0.13977	0.88883982
	C55	0.02949021	0.00336404	8.76630	0.00000000
ضرایب ARCH	**a11**	0.06265881	0.11998160	0.52224	0.60150547
	a12	4.26053954	1.09264666	3.89928	0.00009648
	a13	4.63235407	2.10586288	2.19974	0.02782524
	a14	1.23415826	0.59213516	2.08425	0.03713735
	a15	2.08313533	0.88382556	2.35695	0.01842558
	a21	0.02412724	0.01963078	2.22905	0.01905248
	a22	0.27085500	0.11078548	2.44486	0.01449083
	a23	-0.37447364	0.25149563	-1.48899	0.13649089
	a24	-0.11308478	0.08699083	-1.29996	0.19361396
	a25	-0.42671185	0.13482914	-3.16483	0.00155171
	a31	0.00311553	0.00540596	0.57631	0.56440323
	a32	-0.06351287	0.04272650	-1.48650	0.13714741
	a33	-0.05142663	0.11570695	-0.44446	0.65671306
	a34	-0.06171772	0.03108558	-1.98541	0.04709854
	a35	0.07484402	0.04936494	1.51614	0.12948468
	a41	0.05923180	0.03808779	1.55514	0.11991301
	a42	-0.38312151	0.25685383	-1.49159	0.13580573
	a43	1.48171823	0.56275800	2.63296	0.00846448
	a44	-0.06136764	0.13052580	-0.47016	0.63824271
	a45	-0.29879451	0.22963875	-1.30115	0.19320704
	a51	0.00821947	0.01862179	0.44139	0.65893069
	a52	0.29762112	0.12507093	2.37962	0.01733056
	a53	0.18786771	0.26781012	0.70150	0.48299357
	a54	-0.26148956	0.07740126	-3.37836	0.00072919
	a55	0.40597583	0.06982770	5.81397	0.00000001

منبع: محاسبات تحقیق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

در صورت تأیید معناداری شکست‌های ساختاری لحاظ شده، به بخش عرض از مبدأ ماتریس معادلات واریانس – کوواریانس اضافه خواهند شد. مطالعات فراوانی از اثر سرریز[۱] فاکتورهای سیاستی دولت بر سایر بخشهای کلان اقتصادی حکایت دارند. اثر سرریز زمانی رخ می‌دهد که نوسانات یک بازار به بخش‌های دیگر یک اقتصاد سرایت کرده و موجبات نوسانات آنها را فراهم آورد. برای تحلیل این اثر لازم است در الگوی حاضر ضرایب بخش ARCH مورد بررسی قرار گیرند. با توجه به معناداری ضریب برآوردی a_{34} (که بیانگر سرایت نوسانات بین متغیرهای مختلف است) استنباط می‌شود، اگر تصمیمی در قالب سیاست های اثرگذار بر بازار سرمایه در قالب تکانه‌ای اعمال شود موجبات واکنش بسیار بالایی را در شاخص کل بازار سهام با کمترین تاخیر و تورم با بیشترین تاخیر در دور بعد فراهم خواهد ساخت.

جدول (۶). نتایج حاصل از برآورد ضرایب بخش GARCH و BEKK معادلات واریانس کوواریانس

	پارامتر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
ضرایب GARCH	**b11**	0.73546608	0.03098389	23.73705	0.00000000
	b12	0.39767708	0.59493142	0.66844	0.50385156
	b13	-2.32677307	1.13276194	-2.05407	0.03996885
	b14	0.63138481	0.25024414	2.52308	0.01163335
	b15	0.53960211	0.59545288	0.90620	0.36482760
	b21	0.01997538	0.01011909	1.97403	0.04837828
	b22	0.20214509	0.03910311	5.16954	0.00000023
	b23	0.36334152	0.12521583	2.90172	0.00371118
	b24	0.10288624	0.03656962	2.81343	0.00490154
	b25	-0.03282434	0.07051090	-0.46552	0.64155802
	b31	-0.01443135	0.00381000	-3.78776	0.00015201
	b32	-0.08900296	0.02048438	-4.34492	0.00001393
	b33	0.34212292	0.03033976	11.27639	0.00000000
	b34	0.06023666	0.02204326	2.73266	0.00628257
	b35	0.13266579	0.03753621	3.53434	0.00040879
	b41	0.02415879	0.01587089	2.52221	0.02795702
	b42	-0.27384504	0.11136477	-2.45899	0.01393279

[۱]. Spillover Effect

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

	b43	-0.60459666	0.27576796	-2.19241	0.02834986
	b44	0.57000396	0.05251233	10.85467	0.00000000
	b45	0.10675029	0.13592548	0.78536	0.43224314
	b51	0.01315728	0.00880431	2.49441	0.03506728
	b52	-0.24862938	0.06186576	-4.01885	0.00005848
	b53	-0.56632995	0.13150818	-4.30642	0.00001659
	b54	0.04516025	0.04055358	2.11359	0.06545314
	b55	0.60275755	0.02325576	25.91864	0.00000000
ضرایب **BEKK**	**d11**	0.44970544	0.19356387	2.32329	0.02016346
	d12	-10.08597960	1.61863218	-6.23117	0.00000000
	d13	15.42852565	4.38579894	3.51784	0.00043508
	d14	1.88172897	1.14386157	1.64507	0.09995599
	d15	-6.43547305	1.65199103	-3.89559	0.00009796
	d21	0.03543032	0.02345495	1.51057	0.13089832
	d22	-0.54273212	0.18260996	-2.97208	0.00295786
	d23	-0.30217498	0.47751001	-0.63281	0.52685516
	d24	0.09321340	0.11583169	0.80473	0.42097469
	d25	0.66933786	0.23207260	2.88417	0.00392441
	d31	0.00659140	0.01342847	2.49085	0.02353091
	d32	-0.06754113	0.10510088	-1.64263	0.02046326
	d33	0.82879033	0.25053597	3.30807	0.00093942
	d34	-0.09963165	0.07542001	-2.32102	0.01649334
	d35	-0.07045936	0.08857512	-0.79548	0.42633684
	d41	0.00525450	0.05763473	0.09117	0.92735832
	d42	1.10287456	0.37599003	2.93325	0.00335429
	d43	-0.04362743	0.75299763	-0.05794	0.95379775
	d44	0.52571129	0.21639281	2.42943	0.01512256
	d45	0.18018847	0.29475877	0.61131	0.54099552
	d51	0.00348320	0.02170538	0.16048	0.87250598
	d52	-0.03748813	0.14635982	-0.25614	0.79784525
	d53	-0.10034937	0.31823577	-0.31533	0.75251089
	d54	-0.04366641	0.09500670	-0.45961	0.64579326
	d55	0.34052874	0.15122098	2.25186	0.02433101

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

منبع: محاسبات تحقیق

با استفاده از ضرایب برآورد شده در بخش GHARCH می‌توان اثر تکانه‌ای ایجاد شده در دوره (t-1) را بر متغیرهای الگو مشاهده کرد. معناداری ضرایب b_{31}،...، b_{35} حاکی از وجود اثر GARCH در تکانه سیاست گذاری های دولتی در زمان t-1 بر متغیرهای لحاظ شده در الگو است. آنچنانکه پیش از این اشاره شد، به منظور بررسی اثرات نامتقارن این تکانه‌ها لازم است به تحلیل ضرایب برآوردی بخش BEKK مراجعه شود. ضرایب d_{31}، ...، d_{34} موید اثرات نامتقارن بخش کلیه بخش های اقتصاد کلان مورد مطالعه یعنی متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ ارز و تورم با مداخله دولت در بازار سرمایه در پژوهش حاضر می‌باشند. بر اساس نتایج بدست آمده می توان بیان کرد که اگر تکانه‌ای مثبت در دوره t-1 اتفاق بیفتد، مجذور ضرایب برآوردی بخش ARCH گویای تأثیر آن بر بخش‌های مختلف اقتصاد می‌باشند اما اگر این تکانه در جهت منفی رخ دهد و در صورت تایید معناداری، ضرایب بخش BEKK به صورت مجذور به بخش ARCH اضافه خواهند شد. در واقع می‌توان گفت تکانه‌های منفی به نسبت اخبار خوب، منجر به نوسانات آتی بیشتری در بازارهای مورد بررسی خواهند شد.

نتیجه گیری

هدف مطالعه حاضر بررسی نقش دولت در تثبیت بازار سرمایه بوده است. لزوم دخالت دولت در اقتصاد، نکات مثبت و منفی بسیاری داشته و همواره یکی از مهمترین مباحث مطروحه در بیان نظریات مختلف اقتصادی در مکاتب گوناگون بوده است. براساس آنچه در مورد نظرات مکاتب مختلف در باب حضور دولت در اقتصاد بیان شد، میتوان نتیجه گرفت که بجز چند مکتب از جمله اتریش و پولیون، تمام مکاتب دیگر تا حدودی موافق دخالت دولت در اقتصاد به منظور کنترل عواملی هستند که منجر به عدم کارایی بازارها و بهعبارت دیگر شکست بازار می‌شود. از آنجایی که یکی از بازارهای موجود در اقتصاد هر کشور، بازار مالی به حساب می‌آید؛ همچون سایر بازارهای دیگر، عوامل متعدد شکست بازار مانند اطلاعات نامتقارن، انحصار و ... می‌توانند کارایی این بازار را تحت تأثیر قرار داده و از تخصیص منابع به صورت بهینه اجتماعی جلوگیری نمایند. بنابراین میتوان عمده‌ترین و کلیدی‌ترین دلیل توجیه دخالت دولت در بخش مالی به منظور تنظیم مقررات و نظارت را بروز پدیده‌های شکست بازاری در این بخش دانست. پرسش اصلی مطالعه حاضر بررسی این مطلب است که آیا دولت به عنوان یک ناظر و سیاست گذار کلان که نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد توانسته است طی سال های اخیر نقشی راه‌گشا و تثبیت کننده در این بازار ایفا نماید یا سیاست گذاری ها به نوعی به کاهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

کارآیی این بازار انجامیده است؟. در این مطالعه از اطلاعات آماری بازه زمانی ۱۳۷۰-۱۴۰۲ و بر اساس فروانی فصلی استفاده شده است. برای دستیابی به اهداف این مطالعه از الگوی VAR MGHARCH-BEKK با لحاظ شکست ساختاری استفاده شده است. نتایج بدست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که شاخص مداخله دولت در بازار سرمایه تاثیر منفی بر نوسانات شاخص کل بازار سهام به عنوان شاخص تثبیت بازار سرمایه داشته است. در واقع با افزایش در مداخله دولت در بازار و افزایش در نااطمینانی سیاسی منجر به افزایش در بی‌ثباتی بازار سرمایه شده است. علاوه بر این مشاهده گردید که شاخص تثبیت بازار ارز اثر مثبت بر بازار سرمایه داشته است. متغیر نوسانات نرخ بهره بانکی نیز تاثیر منفی و معنی داری بر تثبیت بازار سرمایه داشته است. در نهایت مشاهده گردید که شاخص نوسانات تورم تاثیر مثبتی بر بازار سرمایه داشته است. با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهاد می‌گردد که به منظور تثبیت بازار سرمایه دولت و بخش مالی اقتصاد برنامه جامعه و منظمی داشته و از ابلاغ مصوبه ها و همچنین قوانین بی شمار جلوگیری نماید.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

منابع

۱. باغستانی میبدی مسعود، میری اشرف السادات، صمدی بروجنی رضا (۱۳۹۴). لزوم دخالت دولت در مقررات‌گذاری و نظارت بر بازارهای مالی. *مجله اقتصادی* (دوماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی)، ۱۵ (۷ و ۸) :۴۳-۵۸.

۲. بشخور, مرجانه. (۲). راهبردهای توسعه بازار سرمایه براساس قانون بودجه سال ۱۴۰۲. *ماهنامه علمی امنیت اقتصادی*, ۱۱(۲), ۲۱-۳۰.

۳. شریفی راد؛ حسین، نگار خسروی پور؛ سینا خردیار؛ محمدرضا وطن پرست (۱۴۰۰)، آزمون تجربی رفتار خلاف قاعده بازار سرمایه: عدم اطمینان سیاسی و محیط اطلاعاتی بازار سرمایه، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۳(۵۱)، ۱۵۷-۱۷۰.

۴. طریقی، سمانه و ترابی، تقی و معمارنژاد، عباس و غفاری، فرهاد،۱۳۹۷،تاثیر نااطمینانی متغیرهای حقیقی و پولی منتخب بر بازدهی بازار سرمایه (مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران)، *فصلنامه اقتصاد کاربردی*، ۸(۲۶)، ۱-۱۹.

۵. مقصودی، سعید اسلامی بیدگلی، مجتبی و خطیر، امیررضا (۱۴۰۱)، بررسی نقش دولت در توسعه بازارسرمایه ایران (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ ه .ش)، بورس اوراق بهادار، ۱۵(۵۷)، ۴۵-۶۸.

6. Arth, J , R.; Dan Brumbaugh, Jr.; Sauerhaft, D & George W (1985) Thrift-Institution Failures: Causes and Policy Issues, Working Paper for Presentation at the Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, May.
7. Barth, J.; Caprio, G.& R. Levine (2006), Rethinking Bank Regulation: till Angels Govern, Cambridge University Press.
8. Coase, R H. (1960), The Problem of Social Cost, *The Journal of Law and Economics* Vol. 3, PP. 1–44.
9. Ferran, E (2002), Institutional Design for Financial Market Supervision: The Choice for National Systems, http://papers.ssrn.com.
10. Hanson, J (2001), Indonesia and India: Contrasting Approaches to Repression and Liberalization, in Gerard Caprio, Patrick Honahan and Joseph E. Stiglitz eds, Financial Liberalization: How Far, How Fast?, PP. 233–264, (New York: Cambridge University Press.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

11. Jacint J & David L (2004), The Politics of Regulation in the Age of Governance, in Jacint Jordana and David Levi Faur (eds.), The Politic of Regulation: Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance, Edwars Elgar.
12. Kaufman, G (1994), Bank Contagion: a Review of the Theory and Evidence, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 8, No. 2, PP. 123–150.
13. Kellermann, j (2013), Financial Supervision in the 21st Century, Springer Book, Library of Congress Control Number: 2013937334.
14. Mishan, E. J. (1969), Welfare Economics: an Assessment, Amsterdam and London :North Holland Publishing Company.
15. Morgan, Donald (2002), Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry, American Economic Review, Vol. 92, PP. 874–888.
16. Peltzman, S (1989), The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation, Brookings Papers: Microeconomics, PP. 1–41.
17. Pigou, A., *The Economics of Welfare*, 4th ed. (London: Macmillan, 1938).
18. Posner, R A. (1974), Theories of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, No. 2, PP. 3–21.
19. Shleifer, A & Robert W. V (1998), The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures (Cambridge, MA: Harvard University Press).
20. Stigler, G J. (1971), The Theory of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1, PP. 3–21.
21. White, E (2005), The Evolution of Banking Regulation in Twentieth Century Colombia, Mimeo, Rutgers University, http://econweb.rutgers.edu/white./
22. Wymeersch, Eddy (2010), the Structure of Financial Supervision in Europe about Single, Twin Peak and Multiple Financial Supervisor, http://www.ecb.int.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]