فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سی‌ام، بهار ۱۳۹۹- صفحات ۲۳ - ۷

تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران

اکبر رحیمی‌پور[۱]
هدیه میر[۲]
سیدعبدالمجید جلایی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۱۹

چکیده

بدون دخالت دولت، رشد و رسیدن به سطح بالای ثروت اقتصادی دست‌یافتنی نیست. اما جوامعی که سطح نسبتاً بالایی از فعالیت‌های اقتصادی‌شان را دولت در انحصار خود داشته است، به علت ایجاد بوروکراسی، رانت‌جویی، فساد و ناکارایی، نتوانسته‌اند به رشد اقتصادی چشم‌گیر برسند. ساده‌تر می‌توان گفت که دخالت صفر یا صد درصد دولت در اقتصاد هر کدام به عللی متفاوت رشد اقتصادی را محدود می‌کنند. امروزه، برخلاف دهه هشتاد، اقتصاددانان بر موضوعاتی همچون اندازه بهینه دولت و کوچک‌سازی اندازه دولت متمرکز شده‌اند. پژوهش حاضر با هدف اندازه‌گیری اثر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. برای این منظور از داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۵ و برای تعداد ۵۲ شرکت بورس اوراق بهادار که از بزرگ‌ترین شرکت‌های مطرح در بورس اوراق بهادار هستند انتخاب و از طریق روش داده‌های تابلوئی تأثیر اندازه دولت بر بازدهی سهام مورد توجه قرار گرفت. برای مقایسه کشور ایتالیا نیز مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده است که هرچه اندازه دولت در ایران بیشتر باشد، بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد و در کشور ایتالیا هر چند اندازه دولت بیشتر باشد، بازدهی سهام منفی می‌باشد.

واژگان کلیدی: اندازه دولت، قیمت سهام، بازدهی سهام
طبقه‌بندی JEL: E58 ،O26

---

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، پردیس البرز دانشگاه تهران (نویسنده مسئول) Akbar.rahimipoor@ut.ac.ir
۲. باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران
hedyehmir23__35@yahoo.com
۳. استاد دانشکده اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران jalaee@uk.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

مقدمه

دخالت دولت در اقتصاد از مباحثی بوده است که در مکاتب مختلف اقتصادی مورد بحث قرار گرفته است و قسمت عمده مباحث صاحب‌نظران اقتصادی در دوره‌های مختلف را به خود اختصاص داده است که هر کدام از این نظری‌ها در شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی و در دوره‌های زمانی خاصی قبول و مورد استفاده قرار گرفته‌اند. اکثر اقتصاددانان جهان معتقدند که برای بر چیده شدن تنگناهای موجود در کشورهای در حال توسعه، دخالت دولت در فعالیت‌های اقتصادی ضروری است. درواقع، دولت به‌عنوان یک ناظر بی‌طرف نمی‌تواند عمل کند؛ یعنی شرایط اقتصادی مخصوصاً در کشورهای درحال توسعه به‌گونه‌ای است که مسائل و مشکلات را نمی‌توان به عهده مکانیسم قیمت و بازار آزاد گذاشت. به دلیل این که بخش خصوصی از لحاظ مالی، ابتکار، فاقد توانایی است و رشد کافی و انگیزه لازم را ندارد و حل این مشکلات برای بخش خصوصی امکان‌پذیر نیست. در هرصورت دخالت دولت در فعالیت‌های اقتصادی جزء جدایی‌ناپذیر توسعه اقتصادی این کشورهاست امروزه برخلاف سال‌های قبل از دهه ۸۰ که جدال بین اقتصاددانان بر سر این بود که آیا مخارج دولت بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت دارد یا منفی، به موضوعاتی هم چون اندازه بهینه دولت و کوچک‌سازی اندازه دولت پرداخته می‌شود. در ایران اقداماتی چند در برنامه‌های توسعه در این جهت انجام شده است که عبارتند از: سقف استخدام دولتی، ادغام وزارتخانه‌ها و جلوگیری از افزایش پست‌های سازمانی، واگذاری خدمات پشتیبانی به بخش غیردولتی و. ... (پناهی و رفاعی، ۱۳۹۱).

بنابراین، بررسی و تحلیل سیاست‌ها، روش‌ها و حدود دخالت دولت در اقتصاد و ارزیابی آنها از مهم‌ترین کارها در حوزه اقتصاد کلان است. اقتصاد ایران از دهه ۱۳۵۰ درآمدهای زیادی از نفت به دست آورد که باعث شد دولت به منظور رسیدن به توسعه و رشد اقتصادی دخالتش را در اقتصاد افزایش دهد، اما بعد از مدتی با ظهور یکسری نارسائیها در عملکرد دولت، موضوع تعدیل اقتصادی، خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و کوچک‌سازی دولت مطرح شد. در چنین شرایطی یا باید برای تجهیز سریع منابع مالی، دولت مخارج خود را افزایش دهد، یا با کاهش مالیات به تجهیز بالاتری از پس‌انداز بخش خصوصی و هدایت آن از طریق سیاست‌های اعتبارات سرمایه‌گذاری بانکی دست یافت. پس بررسی و تحلیل سیاست‌ها، روش‌ها و حدود دخالت دولت در اقتصاد و ارزیابی آنها از مهم‌ترین موضوعات اقتصاد کلان است (رضایی و همکاران، ۱۳۹۲).

یکی از بازارهایی که می‌تواند از دخالت دولت در اقتصاد و اندازه دولت تأثیر بپذیرد، بورس اوراق بهادار باید باشد. بورس اوراق بهادار به‌عنوان یک بازار منسجم و سازمان‌یافته، مهم‌ترین متولی جذب و سامان‌دادن صحیح منابع مالی سرگردان است و با جمع‌آوری نقدینگی جامعه و فروش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

سهام شرکت‌ها، ضمن به حرکت درآوردن چرخ‌های اقتصاد جامعه از طریق تأمین سرمایه‌های مورد نیاز پروژه‌ها، و نیز افزایش درآمدهای مالیاتی، منافع اقتصادی چشم‌گیری به ارمغان می‌آورد و در کنار آن، اثرات تورمی ناشی از وجود نقدینگی در جامعه را نیز از بین می‌برد. بورس اوراق بهادار به‌عنوان بازار سرمایه می‌تواند در صورت توسعه و گسترش خود و هدایت جریان‌های سرمایه غیرتولیدی و پس‌انداز مردم به بخش‌های تولیدی در رشد اقتصادی تأثیر فراوانی داشته باشد (پدرام و حری، ۱۳۹۳).

از آنجا که در کشور ایران طی سال‌های اخیر، خصوصی‌سازی(کاهش اندازه دولت) از طرق مختلف مانند توزیع سهام عدالت و واگذاری از طریق بازار اوراق بهادار پیگیری می‌شود و با توجه به اینکه شواهدی از تأیید فرضیه رابطه‌ی ساختار مالکیت و کارآیی در ایران نیز به‌دست آمده است. می‌توان چنین عنوان کرد که خصوصی‌سازی در ایران سبب از بین رفتن تمرکز مالکیت شرکت‌های دولتی شده و این کاهش تمرکز می‌تواند سبب کاهش کارآیی شرکت‌ها شود و کاهش کارآیی و نهایتاً سود یک شرکت می‌تواند منجر به کاهش قیمت سهام شرکت شود. از این‌رو در یک جمع‌بندی با توجه به فرضیه رابطه ساختار مالکیت و کارآیی می‌توان چنین استنباط کرد که کاهش اندازه دولت (خصوصی سازی) سبب کاهش بازده و قیمت سهام می‌شود.

از این‌رو ضروری است که با نگرش علمی به مسأله و با استفاده از معیارهای موجود در این زمینه، شناخت کاملی از فعالیت‌های دولت و تأثیر آن بر بازدهی و قیمت سهام داشته باشیم. در این مقاله به این سؤال پاسخ داده می‌شود که میزان تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام چقدر است؟

۱. مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در این بخش از پژوهش حاضر در چهار زیربخش به ارائه مبانی نظری و پیشینه تجربی پرداخته خواهد شد. دو زیر بخش اول به بررسی مبانی نظری اندازه دولت و بازدهی سهام و دو زیر بخش دیگر به بررسی مطالعات صورت گرفته در داخل و خارج کشور در خصوص تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام پرداخته خواهد شد.

۱-۱. مبانی نظری اندازه دولت

مخارج دولت به‌عنوان یکی از ابزار سیاستی مهم دولت در تئوری‌های رشد اقتصادی به‌طور خاص در تئوری رشد درون‌زا توجه خاصی را به خود جلب نموده است. مدل رشد نئوکلاسیکی سولو (۱۹۵۶)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

نظریه رشد بهینه کاس[1] (۱۹۶۵) و کوپمنس[2] (۱۹۶۵) نقش اندکی را برای مخارج دولت در تعاملات رشد اقتصادی لحاظ نموده‌اند. براساس این دسته از تئوری‌ها رشد اقتصادی بلندمدت برابر صفر می‌باشد (یا برون‌زا)، بنابراین تصمیمات دولت در بلندمدت بی‌اثر می‌باشند. به‌طور کلی، الگوهای رشد نئوکلاسیکی جزء نظریه‌های رشد اقتصادی سرمایه‌گرا محسوب می‌شوند که رشد اقتصادی را به انباشت سرمایه فیزیکی و پیشرفت فنی برون‌زا نسبت داده‌اند. در این الگوها ادعا می‌شود که نرخ جمعیت پایین‌تر و سطح فناوری بالاتر نرخ رشد کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد، بنابراین در بهترین حالت نیز تصمیمات دولت نمی‌توانند اثر مثبتی بر سطح تعادلی کوتاه‌مدت متغیرهای کلان اقتصادی نظیر رشد تعادلی کوتاه‌مدت داشته باشند.

بارو[3] (۱۹۹۰) با مطرح نمودن بحث مخارج دولتی مولد (مخارجی نظیر تضمین حقوق مالکیت و ایجاد زیرساخت‌ها که موجب افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌شوند) وجود همبستگی مثبت بین مخارج دولت و رشد اقتصادی را مورد تأکید قرار داد. این تئوری نقطه عطف بحث اهمیت تولیدی مخارج دولت در اقتصاد بوده است. دیدگاه تولیدی مخارج دولت برای مخارج دولت نقطه بهینه‌ای متصور بوده و بیان می‌کند زمانی که دولت بخش قابل‌توجه اقتصاد را کنترل می‌کند فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای بخش خصوصی محدود می‌شود که این اثر منفی قابل‌ملاحظه‌ای بر بهره‌وری دارد. علاوه براین، مخارج غیرمولد عمومی مانع اساسی برای رشد اقتصادی محسوب می‌شود. این مورد را می‌توان با استفاده از رابطه زیر نشان داد:

$$GEt = PEt + UEt$$

به‌طوری که GEt مخارج کل دولت در دوره t ، PEt: بخش مولد مخارج دولت نظیر سرمایه‌گذاری‌های مؤثر در سرمایه انسانی، زیرساخت‌ها، قانون‌گذاری‌ها و UEt: بخش غیرمولد مخارج دولت نظیر بوروکراسی اضافی، فسادهای مالی، برنامه‌ریزی‌های غیرمؤثر و ... را نشان می‌دهند. براین اساس، مخارج دولت زمانی در وضعیت بهینه خود قرار دارد که UEt =0 باشد (لیزاردو و مولیک، ۲۰۰۹).

توسعه نظریه اندازه بهینه دولت را می‌توان به ریچارد آرمی[4] (۱۹۹۵) نسبت داد. در بحث بهینگی مطرح‌شده توسط آرمی زمانی که اندازه دولت در یک اقتصاد کوچک است توسعه اندازه دولت منجر به افزایش تولید و رشد اقتصادی می‌شود. در نقطه مقابل، زمانی که اندازه دولت بزرگ است افزایش اندازه دولت منجر به کاهش رشد اقتصادی و تولید می‌گردد. در یک اقتصاد بدون

1. Cass, D
2. Koopmans, T
3. Barro, R
4. R. Armey

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

دولت بی‌قانونی عدم‌حفاظت از حقوق مالکیت و کمبود زیرساخت‌ها منجر به سطح پایین بهره‌وری و سطح پایین رفاه در جامعه می‌شود، همچنین در یک اقتصادی که تمام تصمیمات تولید توسط دولت اتخاذ می‌شود سطح تولید پایین است. به هرحال، در اقتصادی که تصمیمات مربوط به تخصیص منابع به‌صورت مختلط توسط دولت و بخش خصوصی اتخاذ می‌شود تولید بیشتر است (ودر و گالوی، ۱۹۹۸).

۱-۲. مبانی نظری بازدهی سهام

براساس ادبیات موضوع می‌توان مبانی نظری را به صورت زیر تبیین نمود

چنانچه میانگین بازدهی غیرعادی نمونه‌ای برابر صفر باشد، از نظر آماری به صورت زیر بیان می‌شود:

(۱)
$$\begin{cases} H_0: \mu_e = 0 \\ H_1: \mu_e \neq 0 \end{cases}$$

داده‌های حاصل از نمونه‌گیری با استفاده از مدل رگرسیون خطی ساده و به عبارت اخص تجزیه و تحلیل باقی‌مانده‌های این مدل و با روش زیر مورد آزمون قرار می‌گیرد:

(۲) $$R_{i,t} = \alpha + R_{m,t} + e_{i,t}$$

(۳) $$R_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

(۴) $$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

(۵) $$e_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}$$

که در آن:

$R_{i,t}$: بازده ماهانه برآوردی سهام شرکت I در ماه t است؛

$R_{m,t}$: نرخ بازده بازار سهام است که به صورت ماهیانه محاسبه می‌شود؛

$R_{I,t}$: نرخ بازده یک سهم در یک ماه است؛

I_t: عدد شاخص قیمت بازار سهام در ماه t است؛

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت I در پایان ماه t است؛

$D_{i,t}$: توزیع منافع مالکیت سهام در ماه t شامل سود نقدی؛ ارزش سهام جایزه؛ حق تقدم و کاهش ارزش اسمی است.

$e_{i,t}$: باقیمانده مدل رگرسیون برای بازده شرکت i در ماه t است.

منظور از R_i (بازده کل) مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره به سهم تعلق می‌گیرد. این دوره می‌تواند روزانه، هفتگی، ماهانه، سالانه و یا هر دوره زمانی دیگر متناسب با نوع پژوهش باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

مجموعه این مزایا برای محاسبه بازده ماهانه سهام شامل موارد زیر است:

الف. تفاوت قیمت

آخرین قیمت سهام در پایان ماه به اولین قیمت در ابتدای ماه در نظر گرفته می‌شود و تفاوت آنها را می‌نویسند. این تفاوت اگر مثبت باشد، عامل فزاینده نرخ بازده کل و اگر منفی باشد، عامل کاهنده نرخ بازده کل خواهد بود.

ب. سود نقدی هر سهم

این سود عبارت است از سود نقدی سهام پیشنهادی تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام که تقسیم بر تعداد سهام در تاریخ تصویب شده است.

ج. مزایای ناشی از حق تقدم

درصورتی که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهام‌داران با قیمت اسمی صورت گیرد، حق تقدم حاصله دارای ارزشی است که به‌عنوان یکی از مزایای متعلق به سهام‌دار در هنگام افزایش سرمایه، در محاسبه نرخ بازده کل سهم مد نظر قرار می‌گیرد.

د. مزایای ناشی از پرداخت سود سهمی (سهام جایزه)

افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های قانونی و مطالبات حل شده سهام‌داران منجر به ایجاد سود سهمی یا سهام جایزه شده که دارای ارزشی است و باید محاسبه بازده کل سهم مدنظر قرار گیرد.

بازده شرکت که ناشی از چهار مورد یاد شده است بدین شکل محاسبه شده است:

$$R_{I,t} = r_P + r_{DPS} + r_R + r_{SD} \quad (۶)$$

که در آن:

r_P: بازده ناشی از تغییرات ماهانه قیمت سهام است.

r_{DPS}: بازده ناشی از سود نقدی است.

r_R:بازده ناشی از حق تقدم است.

r_{SD}: بازده ناشی از سود سهمی است.

$$r_P = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (7)$$

که در آن:

P_0: قیمت سهم در ابتدای ماه.

P_1: قیمت سهم در انتهای ماه.

$$r_{DPS} = \frac{DPS}{P_t} \quad (۸)$$

که در آن:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

D.P.S: سود نقدی هر سهم است.

P_t: قیمت مربوط به ماه مجمع عمومی عادی است.

$$r_R = \frac{(1+\%R)P_2-(N.P\times\%R)-P_1}{P_1} \quad (۹)$$

که در آن:

P_2: قیمت سهم پس از مجمع عمومی عادی که افزایش سرمایه داده است.

P_1: قیمت سهم قبل از مجمع عمومی عادی که افزایش سرمایه داده است.

%R: درصد حق تقدم مصوب در مجمع.

N.P: قیمت اسمی سهم.

$$rSD = \frac{(1+\%SD)P_2-P_1}{P_1} \quad (۱۰)$$

که در آن:

SD: سود سهمی است و %SD به معنای درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و یا اندوخته‌ها است.

P_2: اولین قیمت بعد از مجمع فوق‌العاده است.

P_1 : آخرین قیمت قبل از مجمع فوق‌العاده است.

بعد از محاسبه بازده ماهیانه هر شرکت و بازدهی سالیانه بازار، باقی‌مانده‌های هر شرکت به کمک مدل رگرسیون به‌دست آمدند.

۱-۳. ادبیات داخلی

در مطالعات انجام شده داخلی، بررسی سابقه پژوهش نشان می‌دهد که مطالعه مستقیمی پیرامون بررسی تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام انجام نشده و اغلب مطالعات به بررسی تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی، توزیع درآمد و ... پرداخته‌اند. از جمله این مطالعات می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

* فلاحی و منتظری شورکچالی (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان " اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران" به بررسی فرضیه وجود منحنی آرمی در اقتصاد ایران به‌عنوان یکی از مهم‌ترین فرضیات موجود در زمینه اثرگذاری اندازه دولت بر رشد اقتصادی پرداخته اند. آنها در این پژوهش از داده‌های فصلی دوره زمانی ۸۷-۶۷ و مدل رگرسیون انتقال ملایم (STR)[1] استفاده نموده‌اند. در این پژوهش مخارج مصرفی دولت به صورت درصدی از GDP به‌عنوان شاخصی برای اندازه دولت

1. Smooth Transition Regression

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

تعریف شده است. براساس نتایج به‌دست آمده، اندازه دولت در اقتصاد ایران به صورت نامتقارن و در قالب یک ساختار دو رژیمی بر رشد اقتصادی تأثیر گذاشته و مقدار آستانه‌ای برای اندازه دولت برابر ۱۴/۲۹ تعیین شده است. نتایج نشان می‌دهد که اندازه دولت در رژیم اول (دوره زمانی که در آن اندازه دولت کوچکتر از ۱۴/۲۹ می‌باشد). تأثیر منفی بر رشد اقتصادی ایران گذاشته، درحالی‌که در رژیم دوم این اثر مثبت می‌باشد. به‌عبارت دیگر، علیرغم تأیید اثرگذاری غیرخطی اندازه دولت بر رشد اقتصادی ایران نتایج فرضیه وجود منحنی آرمی در ایران را تأیید نمی‌کند.

* پدرام و حری (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین اندازه دولت وعملکرد بورس اوراق بهادار تهران "به بررسی اندازه‌گیری اثر اندازه‌ی دولت بر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. آنها برای رسیدن به این هدف با استناد به تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ اقدام به تصریح تابعی برای توضیح رفتار شاخص کل قیمت بورس نموده و داده‌های فصلی بازه زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۰ را مورد استفاده قرار گرفته داده‌اند. در این پژوهش علاوه بر اندازه‌ی دولت از مجموعه‌ای از متغیرهای دیگر نیز به‌عنوان متغیرهای توضیحی برای رگرسیون عملکرد بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نتایج برآورد رگرسیون با استفاده از روش خود توضیح با وقفه‌های گسترده (ARDL) نشان می‌دهد که اندازه دولت در بلندمدت بر شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران اثر منفی و معنی‌دار دارد. همچنین متغیرهای حجم پول، قیمت زمین و نرخ ارز دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر شاخص قیمت بورس هستند و شاخص قیمت مصرف‌کننده دارای تأثیر مثبت و معنی دار بر عملکرد بورس اوراق بهادار است.

* رضایی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "تأثیر اندازه دولت بر توزیع درآمد در ایران" به بررسی اثر اندازه دولت بر توزیع درآمد در ایران می‌پردازند. در این پژوهش آنها از الگوی خود رگرسیون‌برداری (VAR) استفاده نموده‌اند که شامل متغیرهای توزیع درآمد و اندازه دولت (سهم مخارج دولت از تولید ناخالص داخلی) و نیز سایر متغیرهای مهم کلان که بر توزیع درآمد تأثیرگذار هستند (مانند نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم) می‌باشد. آنها به این نتیجه رسیدند که افزایش اندازه دولت و نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی باعث بدتر شدن توزیع درآمد در این دوره زمانی در ایران (بعد از انقلاب) شده است.

* پناهی و رفاعی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان "تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران با تأکید بر مدل آرمی" به بررسی رابطه اندازه دولت و رشد اقتصادی در ایران با استفاده منحنی آرمی[1] در دوره ۱۳۸۵-۱۳۴۴ می‌پردازند. آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین اندازه دولت و رشد اقتصادی در بلندمدت و کوتاه‌مدت، مثبت و غیرخطی (درجه دوم) بوده و دارای نقطه

1. Engen & skiner

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

حداکثراست. همچنین اندازه کنونی دولت بزرگتر از اندازه بهینه بلندمدت و کوتاه‌مدت است و باید فعالیت‌هایی در جهت کوچک کردن اندازه دولت انجام داد.

* کمیجانی و نظری (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان "تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران" به بررسی تأثیر اندازه دولت بر متغیرهای بخش واقعی اقتصاد ایران با استفاده از الگوی خود رگرسیونی‌برداری پرداخته‌اند. نتایج بررسی آنها نشان می‌دهد که تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی هرچند در کوتاه‌مدت منفی، اما معنادار نیست، ولی در بلندمدت اندازه دولت اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد. نکته مهم دیگری که آنها اشاره دارند، آن است که لازمه توسعه‌یافتگی، کوچک بودن دولت و کم شدن سهم مخارج دولت از تولید نیست، بلکه مدیریت مخارج عمومی از اهمیت بسیار بیشتری در این خصوص برخوردار است.

* صیادزاده و همکاران (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران" به بررسی اندازه‌ای از دولت ایران که به حداکثر رشد اقتصادی منجر شود، بهینه معرفی شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نمایانگر این است که رابطه بین اندازه دولت و رشد اقتصادی غیرخطی (درجه دوم) و دارای نقطه ماکزیمم است. همچنین اندازه کنونی دولت در ایران بزرگتر از اندازه بهینه آن است که بایستی اقداماتی در جهت کوچک‌سازی و منطقی کردن آن انجام داد.

* پیرانی و نوروزی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان " آزمون رابطه به شکل منحنی آرمی میان اندازه دولت و رشد اقتصادی در ایران" به بررسی اندازه بهینه دولت با استفاده از رویکرد اندازه آستانه پرداخته‌اند . نتایج بررسی آنها حاکی از آن است که اثر شاخص واقعی هزینه کل دولت، شاخص واقعی سرمایه‌گذاری و هزینه‌های مصرفی دولت، بر رشد اقتصاد معنادار و مثبت بوده و دولت می‌تواند همچنان هزینه مصرفی و سرمایه‌گذاری خود را برای گسترش زیرساخت‌های اقتصادی و به دنبال آن، رشد و توسعه اقتصادی تا رسیدن به اثر آستانه که در پژوهش یادشده برای هزینه مصرفی و سرمایه‌گذاری به ترتیب ۲۸/۸ و ۲۱/۴ درصد است، افزایش دهد.

۱-۴. ادبیات انگلیسی

در زمینه بررسی تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در خارج از کشور، در اغلب مطالعات تأثیر اندازه دولت بر سایر متغیّرهای کلان اقتصادی نظیر رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و کارآیی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته است. از جمله این مطالعات می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

* انگن و اسکینر[1] (۱۹۹۱) در پژوهشی با عنوان "سیاست‌های مالی و رشد اقتصادی" به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی بین اندازه دولت و رشد اقتصادی وجود دارد. آنها بر این باورند که گسترش اندازه دولت دارای اثرات قانون بازده نزولی و اثرات جایگزینی بخش خصوصی است. افزون براین، مخارج دولت بیشتر به دلیل تخصیص نادرست منابع به‌صورت غیرکارا مصرف می‌شوند. زمانی که مخارج دولت گسترش می‌یابد، دولت برای تأمین منابع به مالیات بیشتری نیازمند است، درحالی‌که که گسترش مالیات به اقتصاد لطمه می‌زند.

* کورمیندا و مگیوایر[2] (۱۹۸۶) در پژوهشی با عنوان "تأثیر عوامل اقتصاد کلان از رشد" نرخ رشد GDP واقعی را به‌عنوان شاخصی برای رشد اقتصادی به کار برده و به این نتیجه رسیدند که گسترش اندازه دولت، نقش بیمه را برای دارایی های بخش خصوصی ایفا می‌کند و مخارج عمومی مشوق سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و در نهایت موجب رشد اقتصادی است. همچنین در این پژوهش بر این امر تأکید دارند که دولت با سرمایه‌گذاری روی کالاها و خدمات عمومی، محیط سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد.

* چن و لی[3] (۲۰۰۵) در پژوهشی با عنوان " اندازه دولت و رشد اقتصادی در تایوان، با استفاده از رهیافت رگرسیون آستانه" و نیز تابع تولید دوبخشی توسعه‌یافته توسط رام[4] (۱۹۸۶)، مدل رگرسیون آستانه را ساخته و سه طبقه از اندازه دولت را به‌عنوان متغیر آستانه آزمایش کرده و نشان دادند که یک رابطه غیرخطی نظیر منحنی آرمی در تایوان وجود دارد. زمانی که اندازه دولت کمتر از مقدار متغیر آستانه است، رشد اقتصادی با گسترش مخارج دولت بهبود می‌یابد، درحالی‌که اگر اندازه دولت بزرگتر از مقدار متغیر آستانه باشد، رشد اقتصادی کاهش می‌یابد.

* چوبانوف و همکاران[5] (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان " اندازه مطلوب دولت چقدر است؟ " با استفاده از منحنی آرمی و با استفاده از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی برای ۱۵۴ کشور در حال‌توسعه و توسعه‌یافته، با به‌کارگیری شاخص توسعه انسانی به‌عنوان نماینده توسعه و رفاه به جای تولید ناخالص به بررسی تأثیر مخارج دولت بر رشد اقتصادی پرداختند.

* فرانسسکو و همکاران[6] (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان "اندازه مطلوب دولت و رشد اقتصادی" به بررسی اندازه بهینه دولت براساس مدل بارس (بارو، آرمی، رهان و سالی)[7] در ۲۷ کشور اروپایی

1. Muhammad Azam , Siti Aznor Ahmad
2. Kormendi & Meguire
3. Chen & Lee
4. Ram, Rati
5. Chobanov, D , Adriana, M
6. Francesco Forte & Cosimo Magazzino
7. Barro, Armey, Rohan & sally

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

با استفاده از روش داده‌های تلفیقی برای سال های ۲۰۰۹-۱۹۷۰ و همچنین به‌کارگیری مدل سری‌های زمانی به‌صورت جدا برای ۱۲ کشور اروپایی پرداختند. نتایج برآورد در هر دو پژوهش، وجود منحنی بارس را تأیید کرد، به‌طوری که سهم مخارج عمومی از تولید ناخالص داخلی نسبت به‌حالت معمول به‌طور قابل‌توجهی بالاتر بود.

۲. متغیرهای پژوهش

با توجه به پژوهش‌های انجام شده و همچنین براساس مطالعات انجام شده در این پژوهش، مدل زیر معرفی می‌شود:

$$R=F(CPI,GDP,\frac{G}{GDP})$$

که متغیرهای پژوهش به شرح زیر معرفی می‌گردند:

R بیانگر بازدهی سهام و شامل درآمدهایی است که نصیب مالک آن می‌شود. برای اینکه بتوان بازدهی یک سهم را محاسبه کرد، باید تغییر قیمت و جریان نقدی حاصل از آن را طی دوره ی سرمایه‌گذاری محاسبه نمود.

CPI[1] بیانگر شاخص قیمت مصرف‌کننده یا همان شاخص تورم مصرف‌کننده است. این شاخص تغییرات قیمت کالاها و خدمات در سطح مصرف‌کننده نهایی را برای سبد مشخصی از کالاها و خدمات را اندازه‌گیری می‌کند.

GDP تولید ناخالص داخلی. یکی از مقیاس‌های اندازه اقتصاد است. تولید ناخالص داخلی ارزش کل کالاها و خدمات نهایی تولید شده در کشور در یک بازه زمانی معین است که با واحد پول جاری آن کشور اندازه‌گیری می‌شود.

اندازه دولت. نسبت مخارج عمومی دولت به تولید ناخالص داخلی ($\frac{G}{GDP}$) ، شاخص اندازه دولت است.

1. Consumer Price Index

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

۳. معرفی و برآورد مدل پژوهش

متغیرهای مهم اثرگذار بر بازدهی اوراق سهام از نگاه کلان اقتصادی متغیر شاخص قیمت خرده فروشی به‌عنوان معرف تورم و عاملی که می‌تواند بر ارزش واقعی سهام تأثیر گذاشته و تغییرات بازدهی سهام را در پی داشته باشد.

شاخص مهم دیگر اثرگذار تولید ناخالص داخلی به‌عنوان معرف ساختار اقتصادی کشور و بیانگر چگونگی حرکت متغیرهای کلان اقتصادی است که می‌تواند نشانگر شرایط اقتصاد و تأثیر آن بر متغیر نرخ بازدهی سهام باشد و با توجه به اینکه اندازه دولت نیز یکی از عوامل مورد توجه پژوهش بوده و براساس ادبیات موضوع نیز می‌تواند بازدهی را تحت تأثیر قرار دهد باعث شده که به کمک مبانی نظری مدل زیر معرفی شود.

$$R=F(CPI,GDP,\frac{G}{GDP}) \quad (۱۱)$$

که در این مدل، R بیانگر بازدهی سهام، CPI بیانگر شاخص قیمت مصرف‌کننده، GDP تولید ناخالص داخلی و $\frac{G}{GDP}$ اندازه دولت می‌باشند.

۴. نتایج پژوهش

دراین بخش الگوی تصریح شده برای بررسی اثر متغیرهای توضیحی بر بازده سهام برای ۵۲ شرکت به‌صورت کلی تخمین زده شده و نتایج مربوط ارائه می‌شود. همچنین در این پژوهش اطلاعات و داده‌های مورد نیاز از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی در دروه زمانی ۹۰-۱۳۸۵ استخراج شده است.

در برآورد الگو با استفاده از داده‌های پانل نیاز است که ابتدا آزمون‌های مورد نیاز انجام شده و روش مناسب برای برآورد انتخاب شود. براساس اطلاعات ارائه شده یکی از مهم‌ترین آزمون‌ها در این خصوص آزمون والد است. که نتایج آن نشان داده است که کل مدل معنی‌دار بوده و مورد تأیید است.

در جدول شماره۱ نتایج حاصل از برآورد الگو براساس داده‌های تلفیقی برای ۵۲ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران آورده شده است. براساس نتایج این جدول، ضریب شاخص قیمت مصرف‌کننده منفی می‌باشد و آماره t و سطح معنی‌داری مربوط به آن حاکی از معنی‌داری اثر منفی متغیر مذکور بر بازده سهام است. به این معنی که با افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده، بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

اثر تولید ناخالص داخلی بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و آماره t برابر با ۴/۰۶بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش تولید ناخالص داخلی بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

اثر اندازه دولت بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه مثبت است و معنی‌دار می‌باشد. اثر مثبت اندازه دولت بر بازدهی سهام نشان می‌دهد که اندازه دولت هرچه بیشتر باشد اثر آن بر بازدهی سهام مطلوب است. علت اصلی در این مورد، مثبت بودن اندازه دولت در دوره مورد پژوهش است که زمینه را برای افزایش بازده سهام در این شرکت‌ها فراهم می‌آورد.

جدول شماره۱. نتایج حاصل از برآورد الگو بر اساس داده‌های تلفیقی (Pooled Model) برای ۵۲ شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
CPI	-۰/۰۲	-۳/۲۴	۰/۰۰۱۳
GDP	۰/۰۰	۴/۰۶	۰/۰۰۰۱
$\frac{G}{GDP}$	۲۴۳/۲۸	۵/۰۲	۰/۰۰۰۰
C	-۹۱/۸۹	-۴/۸۱	۰/۰۰۰۰

در ادامه برای صحت آنچه که در بازار بورس ایران است کشور مطرح در اروپا را انتخاب کردیم. کشور ایتالیا انتخاب شده برای این پژوهش می‌باشد. بازار بورس کشور ایتالیا هم بزرگ‌تر و وسیع‌تر بوده و هم همانند کشور ایران به منظور کاهش تلاطم بازار و کاهش ریسک و ضرر سرمایه‌گذاران در اثر تصمیمات احساسی و هیجانی اقدام به وضع دامنه مجاز نوسان نموده است.

نتایج به‌دست آمده از آزمون والد برای کشور ایتالیا نیز نشان داده که کل مدل معنی‌دار بوده و مورد تأیید است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

همچنین نتایج حاصل از برآورد مدل در کشور ایتالیا بر اساس جدول شماره۲ می‌باشد:

جدول شماره۲. نتایج حاصل از برآورد الگو براساس داده‌های تلفیقی (Pooled Model)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
CPI	۱/۰۰	۱/۸۹	۰/۰۰۷۲
$\frac{G}{GDP}$	۰-/۱۶	-۵/۱۳	۰/۰۰۰۰
C	-۴۸/۰۶	-۰/۹۲	۰/۳۶۳۲

براساس نتایج جدول شماره۲، ضریب شاخص قیمت مصرف‌کننده مثبت می‌باشد و آماره t و سطح معنی‌داری مربوط به آن حاکی از معنی‌داری اثر مثبت متغیر مذکور بر بازده سهام است. به این معنی که با افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده، بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

اثر اندازه دولت بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است. اثر منفی اندازه دولت بر بازدهی سهام نشان می‌دهد که اندازه دولت هر چه بیشتر باشد اثر آن بر بازدهی سهام کمتر است. علت اصلی در این مورد، منفی بودن اندازه دولت در دوره مورد مطالعه است که زمینه را برای کاهش بازده سهام در این شرکت‌ها فراهم می‌آورد. کشور ایتالیا یک کشور توسعه‌یافته است که با دخالت بیشتر دولت نوعی کرودیگ اوت رخ می‌دهد. در این کشور بخش خصوصی فعالیت می‌کند بخش دولتی هم می‌آید و چون ظرفیت‌ها پر شده است، بخش دولتی ناگزیر است بخش خصوصی را منزوی کند و جای بخش خصوصی را می‌گیرد. (در اقتصاد کلان به آن «کرودیگ اوت» می‌گویند؛ یعنی از صحنه خارج کردن). ولی در کشور در حال‌توسعه‌ای مثل ایران به‌گونه‌ای است که اگر بخش خصوصی فعالیت کند و بخش دولتی هم باشد، باز هم جای بسیار برای فعالیت و توسعه فعالیت‌های هردوی اینها وجود دارد. در چنین اقتصادی اگر دولت می‌تواند کارآمد عمل کند و فعالیتش در راستای وظایف قانون اساسی است، چرا نباید فعالیت کند تا اشتغال یا درآمدی ایجاد شود و در واقع موجب بهبود زیرساخت‌ها می‌شود و نتیجه متفاوت خواهد بود.

به‌عبارت دیگر در ساختار کشورهای توسعه‌یافته که عموماً اقتصادهای بازار آزاد هستند دخالت دولت باعث کاهش بازدهی سهام می گردد . از آنجاکه در اقتصاد کشورهای لیبرال عموم بخش‌های اقتصادی در اختیار بخش خصوصی است، ورود دولت به اقتصاد دارای اثر برون‌رانی یا جانشینی جبری است و علاوه بر آن کارایی بخش خصوصی را کاهش داده و باعث تضعیف عملکرد آن می‌گردد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

در تاریخ اقتصاد ایران (به‌عنوان نمونه‌ای از کشورهای درحال‌توسعه) نیز هر دو سیاست در خصوص افزایش و کاهش نقش و اندازه دولت تجربه شده است. از اوایل دهه‌ی ۱۳۵۰ افزایش شدید درآمدهای نفتی امکان حضور پررنگ‌تر دولت در اقتصاد را برای دست‌یابی به رشد توسعه پایدار فراهم آورد. ولی بعد از انقلاب اسلامی و جنگ تحمیلی موضوع تعدیل اقتصادی، خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و کوچک‌سازی دولت در رأس برنامه‌های دولت قرار گرفت.

نتیجه‌گیری

عموماً شاخص‌های اندازه دولت بر متغیرهای زیرساختی تأثیر دارند که از طریق آن می‌توانند بر شاخص‌های کمی یک اقتصاد نیز اثرگذار باشند. براین اساس سؤالی که پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به آن بود این است که آیا اندازه دولت بر بازدهی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تأثیرگذار است؟ پاسخ به این سؤال از آنجا دارای اهمیت است که ساختار بازار سرمایه و بازار بورس به‌گونه‌ای است که می‌تواند تحت تأثیر متغیرهای محیطی قرار گیرد. بنابراین با توجه به تأثیری که دولت در ایران دارد و می‌تواند متغیرهای کلان اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد مهم است که بتوان نقش دولت را در بازار سرمایه ببینیم. براین اساس در پژوهش حاضر تعداد ۵۲ شرکت بورس اوراق بهادار که از بزرگترین شرکت‌های مطرح در بورس اوراق بهادار هستند انتخاب و از طریق روش داده‌های تابلوئی تأثیر اندازه دولت بر بازدهی سهام مورد توجه قرار گرفت. همچنین کشور ایتالیا نیز مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده است که هرچه اندازه دولت در ایران بیشتر باشد، بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد. این مسأله بیانگر این است که نقش دولت به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم در بازار سرمایه ایران اجتناب‌ناپذیر است. بنابراین برای اینکه بتوان در آینده شاهد عملیات بازار باز به معنای واقعی در ایران شویم باید به تدریج بازار سرمایه از دولت مستقل و تحت تأثیر متغیرهای واقعی تأثیرگذار قرار گیرد و در کشور ایتالیا هرچند اندازه دولت بیشتر باشد، بازدهی سهام منفی می‌باشد. با توجه به اینکه اثر اندازه دولت در کشور ایتالیا منفی می‌باشد دولت جایگاهی در بازار بورس ندارد و در چنین حالتی بازار بورس به معنای واقعی است. ولی در ایران این چنین نیست و این برای ایران خوب نیست و می‌تواند باعث عدم شفافیت بازار، توزیع ناعادلانه بازار شود و کسانی که در بورس فعالیت دارند را تحت تأثیر می‌گذارد و برای ورود به بازار جهانی دچار مشکل می‌شویم.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

منابع

۱. پناهی، حسین، رفاعی، رامیار. (۱۳۹۱) ، "تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران با تأکید بر مدل آرمی"، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال۶، شماره ۲، صص۱۳۸-۱۲۳.

۲. رضایی، اسعدالله، حسین‌زاده، جواد، فرامرزی، ایوب، یزدان‌خواه، منصوره. (۱۳۹۲) ، "تأثیر اندازه دولت بر توزیع درآمد در ایران"، فصلنامه سیاست‌های راهبردی و کلان، سال۱، شماره ۴، صص ۳۶-۲۱.

۳. پدرام، مهدی، حری، عبدالرحمن. (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین اندازه دولت و عملکرد بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال۷، شماره ۲۳، صص ۲۸-۱۳.

۴. صیاد زاده، علی، جعفری صمیمی، احمد، کریمی پتانلار، سعید. (۱۳۸۶) ، "بررسی رابطه بین اندازه دولت و رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پیک نور ، سال۵، شماره ۴، صص ۱۱۲-۹۵.

۵. فلاحی، فیروز، منتظری شورکچالی، جلال. (۱۳۹۳) ، "اندازه دولت و رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی ، سال۲۲، شماره ۶۹، صص ۱۵۰-۱۳۱.

۶.کمیجانی، اکبر ، نظری، روح‌اله. (۱۳۸۸). "تأثیر اندازه دولت بر رشد اقتصادی در ایران"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال ۹، شماره ۳، صص ۲۸-۱.

۷. پیرایی، خسرو ، نوروزی، هایده، (۱۳۹۱)، " آزمون رابطه به شکل منحنی آرمی میان اندازه دولت و رشد اقتصادی در ایران: روش رگرسیون آستانه "، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال ۱۱، شماره ۲، صص۲۲-۱.

8. Barro, R. (1990), "Government Spending in a Simple Model of Economic Growth",

9. Journal of Political Economy, Vol. 98, PP. 103-125.

10. Cass, D. (1965), "Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation", Review of Economic Studies, Vol. 32, PP. 233-240.

11. Chen, S. Lee, C. (2005). " Government Size and Economic Growth in Taiwan: A Threshold Regression Approach", Jornal of Policy Modeling. No 27, PP 42-68.

12. Chobanov, D , Adriana, M. (2009). "What Is the Optimum Size of Government" . Institute for Market Economics. Bulgaria. Working Paper.

13. Engen, E, M, Skinner, J. (1992). " Fiscal Policy and Economic Growth". NBER Working Paper. No. 4223.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

14.Francesco,F , Cosimo,M. (2010). "Optimal Size of Government and Economic Growth in Eu-27". Working Papers.
15.Kormendi, R.C. Meguire, P.G. (1985). " Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence". Journal of Monetary Economics. No 16, pp 41-63.
16.Koopmans, T. (1965), "On the Concept of Optimal Economic Growth", Potificiae Academiae Scientiarum Scripta Varia, Vol. 28, PP. 225-300.
17.Ram, R. (1986)." Government Size and Economic Growth: A New Framework and Some Evidence From Cross-Section and Time Series Data". American Economic Review. No 76, Pp 191-203.
18.Lizardo, R. & A. V. Mollick (2009), "Can Latin America Prosper by Reducing the Size of Government?", Cato Journal, Vol. 29, No. 2, PP. 247-266.
19.Safdari. M , Abouie Mehrizi, M , Elahi, M. (2011)." Government Size and Economic Growth in Iran. International Research Journal of Finance and Economics. No 71.Pp 17-36.
20.Solow, R. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, PP. 65-94.
21.Vedder, R. & L. Gallaway (1998), "Government Size and Economic Growth", Joint Economic Committee, Available at www.house.gov/jec/.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-07]