

بررسی نقش شرکت‌های کارگزاری در توسعه بازار سرمایه ایران

محمدحسن ابراهیمی سروعلیا^۱

بهرام موذنی*^۲

۱. استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی (ره)

Email: ebrahimi2020@yahoo.com

۲. کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی (ره)

Email: bahram.moazeni@yahoo.com

چکیده - عوامل گوناگونی می‌تواند به توسعه یافتگی بازار کمک کنند در این تحقیق به دنبال بررسی نقش شرکت‌های کارگزاری فعال در بورس اوراق بهادار در توسعه بازار سرمایه ایران هستیم. در این تحقیق با استفاده از پرسش‌نامه به بررسی یک نمونه ۴۰۰ تایی از کارشناسان نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه پرداخته شد. به منظور توصیف داده‌های این تحقیق از نرم‌افزار SPSS و برای آزمون فرضیات تحقیق از نرم‌افزار LISREL استفاده شد. براساس نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های پرسشنامه مشخص شد که انجام فعالیت بازارگردانی، کارگزاری / معامله‌گری، تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مشاور سرمایه‌گذاری و سبدگردانی توسط شرکت‌های کارگزاری می‌تواند به توسعه بازار سرمایه کمک کنند و انجام فعالیت مشاوره عرضه و پذیرش و پردازش اطلاعات مالی توسط شرکت‌های کارگزاری نمی‌تواند به توسعه بازار سرمایه کشور کمک کند. براساس نتایج بدست آمده می‌توان اظهار نمود که سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین متولی و نهاد ناظر بازار سرمایه کشور در اعطای مجوز سبدگردانی، مشاور سرمایه‌گذاری، تاسیس صندوق و بازارگردانی به شرکت‌های کارگزاری را تسهیل کند و اعطای این مجوزها به شرکت‌های کارگزاری را نسبت به مجوزهایی مثل عرضه و پذیرش و پردازش اطلاعات مالی اولویت داشته باشد.

واژگان کلیدی: کارگزاری - بازار سرمایه - نهادهای مالی - توسعه - اقتصاد مالی

طبقه بندی G24:G14:JEL

۱- مقدمه

توسعه بازار سهام یک مفهوم مرکب است که می‌تواند به وسیله نماینده‌های متعددی توصیف شود. عوامل مختلفی می‌توانند بر توسعه یافتگی و عدم توسعه بازار سرمایه کمک کند. یکی از این عوامل، نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه هستند که مهمترین نهاد مالی فعال در این بازار شرکت‌های

کارگزاری هستند. شرکت‌های کارگزاری با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به انجام فعالیت‌های مختلفی مانند کارگزاری / معامله‌گری، سیدگردانی، تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، بازارگردانی، مشاور سرمایه‌گذاری، مشاور عرضه و پذیرش و پردازشگری اطلاعات مالی می‌پردازند.

مسئله‌ای که در این بین می‌توان مطرح کرد این است که آیا استفاده از قابلیت‌های مصرح در قانون توسط شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار در ایران می‌تواند موجب توسعه بازار سرمایه شود؟ به نظر می‌رسد پاسخ به این سؤال مبهم است. بنابراین تحقیق حاضر در پی یافتن پاسخی درخور به این سؤال می‌باشد. انجام تحقیق پیش رو از این جهت اهمیت دارد که شرکت‌های کارگزاری با دریافت مجوزهای مختلف می‌توانند در بازار سرمایه ایران فعالیت داشته باشند. ولی با توجه به اینکه در حال حاضر تاثیر اخذ این مجوزها از سوی شرکت‌های کارگزاری بر بازار سرمایه مبهم هست لذا با بررسی تجربی این تحقیق نقش واقعی این نهاد مالی در توسعه بازار سرمایه مشخص می‌شود. به منظور انجام این پژوهش ابتدا به معرفی هر یک از فعالیت‌های شرکت‌های کارگزاری و آشنایی بیشتر با بازار سرمایه پرداخته شده و سپس تحقیق‌های مرتبط آورده شده است. در نهایت چهارچوب مفهومی مدل با استفاده از ادبیات تحقیق تشریح می‌شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بازار سرمایه بخشی از بازارهای مالی است و به مکان یا نظامی گفته می‌شود که نیازهای واحدهای تجاری و دولت را در محدوده وام‌های بلند مدت و میان مدت برآورده می‌سازد (زنجیرانی فراهانی، ۱۳۸۶، ۶). بورس اوراق بهادار به عنوان سمبل و نماد اصلی بازار سرمایه می‌باشد و به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی تحت مقررات و ضوابط خاصی انجام می‌شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار حمایت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمایه‌های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است (زنجیرانی فراهانی، ۱۳۸۶، ۸).

نهادهای مالی مختلفی در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند. یکی از نهادهای مالی اصلی که در بازار سرمایه به فعالیت می‌پردازد شرکت‌های کارگزاری هستند. طبق قانون بازار اوراق بهادار ایران کارگزاری به این شرح تعریف می‌شود: کارگزاری مؤسسه‌ای (شرکتی) است که با مجوز سازمان

بورس و اوراق بهادار تهران به نمایندگی از طرف اشخاص و یا به حساب خود حسب مورد، و براساس قوانین و مقررات مربوط، به دادوستد اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و سایر خدمات کارگزاری می‌پردازد (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴).

شرکت‌های کارگزاری فعال در بازار سرمایه می‌توانند با احراز برخی شرایط مجوزهای فعالیت در یک و یا چند بورس را بطور همزمان اخذ کرده و به ارائه خدمات به مشتریان براساس قوانین و مقررات بپردازند. مجوزهایی که در حال حاضر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌گردد به شرح ذیل می‌باشد:

تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری مشترک

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در واقع همان سبد مشاعی است که به دلیل تعدد سرمایه‌گذاران شکل سازمان یافته‌تری به خود گرفته و از مقررات خاصی تبعیت می‌کند. اما در هر حال، رابطه حقوقی بین سرمایه‌گذاران براساس عقد مشارکت و رابطه بین سرمایه‌گذاران با اداره کنندگان دارایی (مدیر) براساس وکالت در دارایی است. (دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۱).

مسا (۲۰۰۳) در مقاله‌ای با عنوان رقابت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تاثیر آن بر نقدشوندگی بازار سهام بحث می‌کند که افزایش هزینه جمع‌آوری اطلاعات میزان اطلاعات جمع‌آوری شده را کاهش می‌دهد. وجود صرفه اقتصادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک باعث افزایش تعداد صندوق‌ها شده و حضور بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سبب افزایش نقد شوندگی و کاهش نوسانات قیمت سهام می‌گردد.

سبدگردانی

سبدگردانی اختصاصی معادل واژه Separately Managed Accounts می‌باشد که طلیعه و ظهور آن به سال‌های دهه ۱۹۵۰ و تصویب برخی قوانین مربوط به آن در امریکا بر می‌گردد. سبدگردانی فرآیندی است که طی آن فردی خبره در امر سرمایه‌گذاری براساس خصوصیات، سطح ریسک‌پذیری و سرمایه هر سرمایه‌گذار، سبدهای مناسب سرمایه‌گذار تشکیل داده و به صورت مستمر بر آن نظارت و اعمال مدیریت می‌نماید. سبدگردان می‌تواند نقش‌های زیر را در بازار داشته باشد.

۱. جذب نقدینگی: انجام فعالیت سبدگردانی باعث جذب هرچه بیشتر نقدینگی موجود در جامعه از طریق بورس و هدایت آنها به سمت بازار تولید می‌شود. (خدادوست، ۱۳۸۶).

۲. جلب اطمینان بیشتر نسبت به بازار سرمایه و کمک به شفافیت این بازار: قرار گرفتن یک شرکت در سبدهای بزرگ و مختلف، نشان دهنده دیدگاه خوشبینانه نسبت به وضعیت آن شرکت بوده و به این ترتیب سایر سرمایه‌گذاران نیز به طور غیرمستقیم از تحلیل‌های انجام شده استفاده می‌کنند و به این صورت وضعیت کلی شرکت‌های داخلی سبد یا خارج از سبد مشخص می‌شود. این خاصیت سبدهای باعث کمک به کارایی بازار سرمایه می‌شود (خدادوست، ۱۳۸۶).

۳. کاهش امکان دستکاری قیمت‌ها: مشاور و سبدهای سعی در کسب بازدهی مناسب برای سرمایه‌گذار دارند و همواره از سبد سرمایه‌گذار حمایت می‌کنند. بنابراین سبدهای در ابتدا تلاش می‌کند تا شرکت‌هایی را انتخاب کند که قیمت سهام آن به طور کاذب افزایش نیافته باشد و قیمت جاری آن با قیمت ذاتی تفاوت زیادی نداشته باشد (خدادوست، ۱۳۸۶).

بازارگردانی

بازارگردانی فعالیتی است که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه نوسان قیمت و افزایش نقدشوندگی بازار انجام می‌شود (صحرايي، ۱۳۸۹، ۲۸). بازارگردان‌ها عهده‌دار حفظ ثبات و سلامت بازار سرمایه و به حداقل رساندن نوسانات آنها هستند. این قبیل واسطه‌های مالی در مواردی که به طور موقت تعادل عرضه و تقاضا مختل شود با حرکت خلاف جریان بازار، موجبات تعادل دوباره آن را فراهم می‌آورند و بدین ترتیب از بروز نوسانات شدید جلوگیری می‌کنند (گزارش بررسی فعالیت بازارگردان، سازمان بورس اوراق بهادار تهران). مهمترین هدف بازارگردانی افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش اندازه شکاف قیمتی عرضه و تقاضا می‌باشد (اداره امور بورس و بازارها، مقالات ارائه شده).

مشاور سرمایه‌گذاری

براساس بند ۱۶ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، مشاور سرمایه‌گذاری شخصی حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، درباره خرید و فروش اوراق بهادار، به سرمایه‌گذار مشاوره می‌دهد. و طبق بند ۳ ماده ۱ دستورالعمل مشاور سرمایه‌گذاری، مشاوره سرمایه‌گذاری عبارت است از هرگونه مشاوره‌ی موضوع بند ۱۶ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار در مورد خرید یا فروش اوراق بهادار می‌باشد.

مزایای مشاور سرمایه‌گذار در بازار سهام:

۱. بسیاری از سهامداران و سرمایه‌گذاران تخصص کافی برای تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌ها را ندارند و قادر به تصمیم‌گیری در انتخاب سهم نمی‌باشند. لذا با توجه به وجود ریسک

در این بازار از ورود به این بازار خودداری می‌کنند. اما با تشکیل نهادهای مالی مشاوره مالی کلیه سرمایه‌گذاران قادر به استفاده از مزایای این بازار خواهند شد. این ویژگی مشاور سرمایه‌گذاری می‌تواند باعث ورود سرمایه‌گذاران و نقدینگی جدید به بازار شده و در عمق دادن به بازار موثر است (خدادوست، ۱۳۸۶).

۲. بسیاری از سرمایه‌گذاران وقت کافی، تخصص و اطلاعات لازم در مورد شرکت‌ها را ندارند. بنابراین در اثر جو روانی بازار اقدام به خرید سهم شرکتی می‌کنند که رشد خوبی داشته و یا در حال رشد است. تمام سرمایه خود را روی یک سهم خاص متمرکز کرده و هدف آنها کوتاه مدت بوده و فقط کسب بازده ناشی از افزایش قیمت موردنظر آنها است. در حالی که مشاور سرمایه‌گذاری می‌تواند با انجام تحلیل‌های تخصصی سهام‌های متفاوتی را گروه‌های مختلف بورسی را به سهامداران پیشنهاد کند که هم ریسک سرمایه‌گذار کم می‌شود و هم تمرکز به یک سهم خاص در بازار کمتر می‌شود که انجام این فعالیت توسط شرکت مشاور سرمایه‌گذاری می‌تواند در توسعه عرض بازار کمک کند (خدادوست، ۱۳۸۶).

مشاور عرضه و پذیرش

طبق ماده یک دستورالعمل صدور مجوز و فعالیت مشاور پذیرش، مشاور پذیرش شخصی است که با مجوز سازمان طبق مقررات این دستورالعمل برای پذیرش اوراق بهادار شرکت‌های متقاضی پذیرش در بورس یا بازار خارج از بورس و همچنین پذیرش کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران اقدام می‌نماید.

پردازشگر اطلاعات مالی

طبق بند ۴ و ۵ ماده یک دستورالعمل تاسیس و فعالیت پردازش اطلاعات مالی، پردازشگر اطلاعات مالی شخص حقوقی است که مجوز فعالیت پردازش اطلاعات مالی را از سازمان دریافت نموده است. امروزه در بازارهای مالی، دسترسی بلادرنگ به اطلاعات برای آگاهی از رویدادهای بازار در بازه‌های زمانی، نیاز امکان‌ناپذیر است که داشتن اطلاعات و یافتن تصویر ذهنی مناسب از بازار می‌تواند سرمایه‌گذاران را در اتخاذ تصمیم بهینه یاری نمایند. هر ساله شرکت‌ها اطلاعات مالی زیادی را تهیه و افشا می‌کنند که در بسیاری از موارد نیاز به پردازش دارد. ارائه اطلاعات پردازش شده به سرمایه‌گذاران باعث سرعت در تصمیم‌گیری می‌شود. به هر حال در دسترس بودن اطلاعات پردازش شده برای تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بسیار حائز اهمیت بوده و به تخصصی شدن بازار سرمایه کمک شایانی می‌کند (سازمان بورس و اوراق بهادار www.seo.ir).

معیارهای توسعه بازار سرمایه

محققان عوامل مختلفی را به عنوان فاکتورهای بازارهای توسعه یافته در نظر می‌گیرند و برای بررسی توسعه یافتگی و یا عدم توسعه بازار بر این عوامل توجه می‌کنند. آدینو (۲۰۱۰)، در بررسی رابطه تجربی شاخص‌های توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی نیجریه، متغیرهای نسبت گردش (نقدشوندگی)، ارزش کل سهام معامله شده و ارزش بازار را به عنوان شاخص‌های توسعه بازار سرمایه جهت آزمون فرضیات تحقیق در نظر گرفت. کلاسنس، کلینگ ایبل و شوموکلر (۲۰۰۶)، برای تجزیه و تحلیل عوامل مشخص کننده توسعه بازار سهام داخلی و بین‌المللی، از سه معیار سنجش توسعه بازار سهام شامل سرمایه‌گذاری در بازار، ارزش معاملات و افزایش سرمایه که همگی درصدی از تولید ناخالصی داخلی در نظر گرفته می‌شوند، استفاده کردند. اوسی (۲۰۰۷) در تحقیقی با عنوان تحلیل عوامل موثر بر توسعه یک بازار سهام نوظهور: بررسی موردی بازار سهام غنا، میزان سرمایه‌ای بودن بازار (ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس)، ارزش معاملات (به عنوان شاخصی برای نقدشوندگی و توانایی خرید و فروش سریع و بدون تغییر قابل توجه در قیمت) و نسبت حجم معاملات (که به عنوان شاخصی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار) را به عنوان شاخص‌های توسعه بازار سهام در نظر گرفته است. طبق تحقیق فتحی و عسگر نژاد نوری (۱۳۸۸)، در رابطه با تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام معیارهای توسعه بازار سهام سه عامل زیر می‌باشد.

عمق بازار

مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقدشوندگی بازار سهام دارد. اندازه بازار مهم است زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و تنوع سازی ریسک همبستگی مثبت دارد. با افزایش اندازه بازار، توانایی آن برای کاهش ریسک ارتقا خواهد یافت. نشانه‌های عمق بازار می‌تواند توسط انواع مختلف معیارهای شامل سرمایه بازار، حجم معاملات، نسبت گردش و تعداد شرکت‌های به ثبت رسیده یا پذیرفته شده در بورس اندازه گیری شود.

عرض بازار

عرض به معنی تنوع بازار برحسب مشارکت شرکت‌های بزرگ و کوچک، انواع شرکت‌ها از بخش - های مختلف صنعت و خارجیان می‌باشد. عرض ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده

را ترغیب می‌کند و به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد و شرکت‌های کوچک‌تر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند (کاشانی پور، ۱۳۸۹، ۶۶).

کارآیی

کارآیی بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در بازار حضور دارند، متوسط هزینه معاملاتی کاهش می‌یابد و شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری در بازار برای انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد که مختص برخی از بازارهای کوچک می‌باشد، می‌تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته و یا برعکس به دلیل اجرای ناکارآمد برنامه‌های خصوصی‌سازی و نتیجتاً مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد. عوامل مختلفی مثل آزادی ورود و خروج سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سهام داخلی، مالیات کسر شده از بهره، سود سهام و سودهای بلندمدت، گزارش‌دهی اطلاعات، استانداردهای حسابداری، استانداردهای محافظت در برابر ریسک و ... بر کارآیی بازار تاثیر دارند.

در این پژوهش، برای بررسی نقش شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار در توسعه بازار سرمایه معیارهای عمق، عرض و کارایی بازار به عنوان معیارهای توسعه بازار در نظر گرفته می‌شود.

۲-۲- تحقیقات انجام شده

با توجه به جستجوهای صورت گرفته توسط محقق، پژوهشی با موضوع مشابه اعم از داخلی و خارجی انجام نشده است. با این وجود برخی از پژوهش‌های مشابه به اختصار مورد بررسی قرار می‌گیرد.

تحقیقات داخلی

فتحی و همکاران (۱۳۸۹)، در تحقیقی با عنوان تبیین ساختار بازار اوراق بهادار، به بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر توسعه بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور درآمد ملی، نرخ سرمایه‌گذاری، سطح توسعه موسسات مالی واسطه و بی‌ثباتی اقتصاد کلان به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی عمق و عرض بازار به عنوان شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شد. داده‌های مورد نیاز به صورت فصلی سری زمانی طی دوره زمانی ۱۳۶۸-۱۳۷۷ گردآوری شد. روش آماری پژوهش بدین ترتیب می‌باشد که ابتدا پایایی متغیرها با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی - فولر تعمیم یافته

بررسی شد. سپس به منظور برآورد بردارهای هم جمعی از آزمون هم جمعی یوهانسون استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان داد که درآمد ملی و نرخ سرمایه گذاری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر مثبت و معنادار داد. همچنین سطح توسعه موسسات مالی واسطه و بی ثباتی اقتصاد کلان به طور منفی و معناداری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر دارند.

فتحی، عسگرنژاد نوری (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی تاثیر خصوصی سازی بر روی توسعه بازار سهام پرداختند. هدف این مقاله بررسی دقیق چگونگی ارتباط بین خصوصی سازی شرکت‌های دولتی و توسعه بازار سهام می‌باشد. در این مقاله ابتدا عوامل موثر بر توسعه بازار سهام معرفی شده و سپس تاثیر خصوصی سازی بر مشخصه‌های اصلی توسعه بازار سهام و معیارهای کمی آنها، نقش واسطه‌ای ریسک سیاسی در ارتباط بین خصوصی سازی و توسعه بازار سهام و در نهایت نقش آزاد سازی به عنوان سیاست مکمل خصوصی سازی در توسعه سهام مورد بررسی قرار گرفته است. تحقیق نشان داد که روش خصوصی سازی بر روی میزان توسعه بازار سهام تاثیرگذار است. عرضه سهام که با مالکیت گسترده سهام همراه است بیشترین تاثیرگذاری را بر روی عمق بازار سهام دارد. همچنین تحقیق نشان داد که خصوصی سازی باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود. همچنین کاهش ریسک سیاسی به واسطه خصوصی سازی پایدار یکی از دلایل مهم رشد اخیر در بازارهای سهام نوظهور است.

تک روستا، علی (۱۳۸۷)، در مقاله‌ای به بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه در ایران پرداخت. هدف اصلی این مقاله بررسی تاثیر ایجاد بازار اوراق بهادار خارج از بورس در رشد و توسعه بازار سرمایه ایران است. تحقیق با رویکرد پرسش‌نامه‌ای اثرات نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر بازار سرمایه در ایران را مورد ارزیابی قرار داده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که ۸۱٫۵ درصد پرسش‌شونده‌ها ایجاد بازار خارج از بورس را در راستای توسعه بازار سرمایه اثربخش ارزیابی کرده‌اند. از طرفی نیز تدوین قوانین و مقررات عملاً به روش آزمون و خطا بوده که عاملی بازدارنده در توسعه بازار سرمایه به شمار می‌آید. ۸۹ درصد پاسخ‌ها نیز بیانگر عدم شفافیت و کارایی در بازار سرمایه بوده است. همچنین این نتایج نشان می‌دهد بازار خارج از بورس ایران فاقد قانون‌مندی مناسب است که می‌تواند موجب فعالیت نادرست شرکت‌های مضاربه‌ای و بی-ثمر ماندن خصوصی سازی شرکت‌های دولتی شود. همچنین براساس نتایج به دست آمده ناآگاهی سیاست‌گذاران از مزایای بازار خارج از بورس و نحوه اداره آن موجب بی‌توجهی آنها نسبت به ایجاد این بازار شده که یکی از عوامل اصلی کمتر توسعه یافتگی بازار سرمایه به شمار می‌رود.

تحقیقات خارجی

جوزیا و دیگران (۲۰۱۲)، به بررسی عوامل تعیین کننده توسعه بورس اوراق بهادار نایروبی پرداختند. در این تحقیق داده‌های ثانویه برای دوره ۲۰۰۵-۲۰۰۹ به منظور مدل سازی تاثیر عوامل بر توسعه بازار سهام NSE استفاده شد. نتایج رگرسیون نشان داد که، عوامل کلان اقتصادی مثل نقدشوندگی بازار سهام، کیفیت عوامل نهادی، درآمد سرانه، پس‌انداز داخلی و توسعه بانکی عوامل مهم توسعه بازار سهام در نایروبی هستند. تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان داد هیچ ارتباطی بین توسعه بازار سهام و ثبات اقتصاد کلان، تورم و سرمایه در گردش بخش خصوصی وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد که کیفیت نهادی ارائه شده توسط قانون و نظم و کیفیت‌های اداری، پاسخ‌گویی دموکراتیک و شاخص فساد عوامل مهم در توسعه بازار سهام هستند چرا که آنها ورود سرمایه‌های خارجی را افزایش می‌دهند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ریسک سیاسی می‌تواند یک عامل مهم در توسعه بازار بورس اوراق بهادار نایروبی باشد.

منگ و پفاو (۲۰۱۰)، در مقاله‌ای با عنوان نقش صندوق‌های بازنشستگی در توسعه بازار سرمایه به بررسی تاثیر این نهاد مالی هم در بازار سهام و هم در بازار اوراق قرضه پرداختند. تحقیق نشان داد که دارایی‌های مالی صندوق بازنشستگی اثر مثبتی بر عمق و نقدشوندگی بازار سهام و همچنین عمق بازار اوراق قرضه خصوصی دارد. با این حال وقتی کشورها با توجه به سطح توسعه یافتگی مالی آنها به دو گروه تقسیم می‌شوند اثرات تنها برای کشورهای با توسعه یافتگی مالی بالا قابل توجه است. صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای با توسعه مالی پایین تاثیر چندانی بر توسعه بازار سرمایه ندارد. نتایج تحقیق نشان داد که کشورهای با توسعه مالی پایین باید از روش مدیریت و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری برای صندوق‌های بازنشستگی خود استفاده نمایند.

سولمان و تتی (۲۰۰۸) به بررسی چگونگی اثرگذاری شاخص‌های کلان اقتصادی بر روی عملکرد بورس اوراق بهادار غنا پرداختند. نتایج این پژوهش آشکار ساخت که نرخ وام‌دهی پس-اندازهای بانکی اثری نامناسب بر روی عملکرد بورس اوراق بهادار می‌گذارد. همچنین اثرگذاری منفی نرخ تورم بر توسعه بورس اوراق بهادار با یک دوره تاخیر زمانی حاصل می‌شود و در نهایت اینکه سرمایه‌گذاران در نتیجه افت ارزش ارز داخلی از کاهش نرخ ارز منتفع می‌شوند.

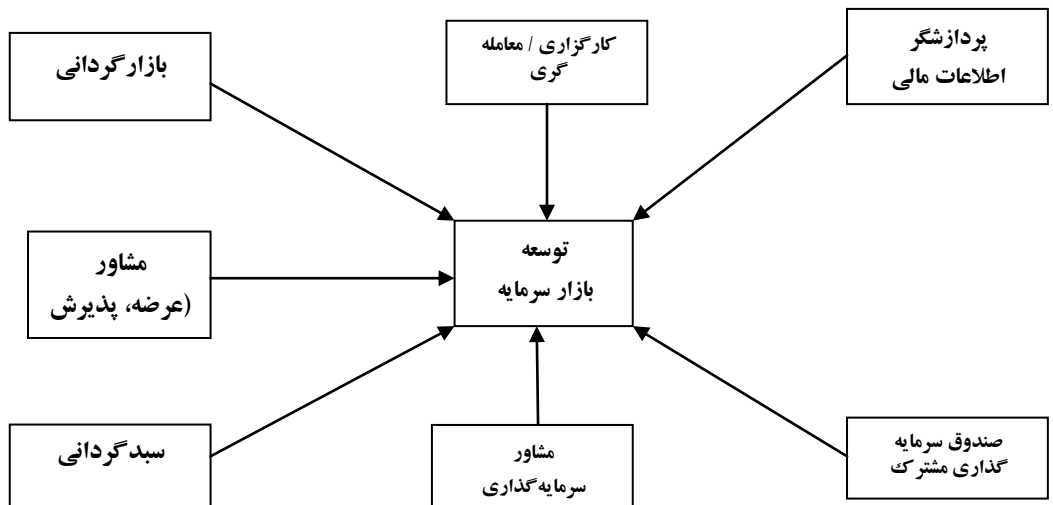
یارتی (۲۰۰۸) به بررسی عوامل تعیین کننده توسعه بازار سرمایه بررسی مورد آفریقای جنوبی پرداخت. این تحقیق به بررسی عوامل بنیادی و اقتصادی تعیین کننده توسعه بازار سرمایه در ۴۲ کشور

نوظهور در طی دوره زمانی ۱۹۹۹-۲۰۰۴ پرداخت. تحقیق نشان داد که عوامل اقتصاد کلان همچون سطح درآمد، سرمایه‌گذاری ناخالص ملی، توسعه بخش بانکی، جریان سرمایه خصوصی و نقدینگی بازار سهام از مهمترین عوامل موثر بر توسعه بازار سهام کشورهای نوظهور است. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که ریسک سیاسی، قوانین و مقررات، بروکراسی اداری از عوامل مهم بنیادی تاثیرگذار بر توسعه بازار سهام این کشورها می‌باشد چرا که این عوامل به جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس کمک می‌کند. تحلیل نشان داد که عوامل اشاره شده در فوق به عنوان فاکتورهای کمک کننده به توسعه بازار سرمایه در توسعه بازار سهام آفریقای جنوبی نیز اهمیت دارند.

۲-۳ چهارچوب نظری تحقیق

در زیر خلاصه مدل مورد بررسی آورده شده است:

شکل ۱: مدل مفهومی تحقیق



۳- روش تحقیق

این تحقیق از حیث هدف کاربردی است. بر مبنای روش گردآوری داده‌ها این تحقیق از نوع داده کاوی و تحقیق میدانی است. در این تحقیق از طریق طراحی پرسشنامه و توزیع آن در بین نمونه آماری، اطلاعات مورد نظر پژوهشگر جمع‌آوری می‌شود. برای تعیین پایایی پرسشنامه از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد. در جهت پاسخ‌گویی به سوال اصلی تحقیق و آزمون فرضیات آن، از آزمون

تحلیل عاملی تاییدی و مدل‌یابی معادلات ساختاری استفاده شد. همچنین برای توصیف و تجزیه تحلیل داده‌ها، نرم‌افزارهای spss و lisrel مورد استفاده قرار گرفت.

۴- فرضیات تحقیق

۱. فعالیت بازارگردانی شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
۲. فعالیت مشاوره عرضه و پذیرش شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است.
۳. فعالیت مشاوره سرمایه‌گذاری شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است.
۴. فعالیت کارگزاری / معامله‌گری شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است.
۵. تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری مشترک توسط شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
۶. انجام فعالیت سبدگردانی توسط شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
۷. فعالیت پردازشگر اطلاعات مالی از سوی کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.

۳-۲- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق پیش‌رو کارشناسان نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه ایران مشتمل بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شرکت‌های سبدگردانی، پردازشگر اطلاعات مالی و کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار می‌باشد.

در این تحقیق چون تعداد اعضای جامعه آماری مشخص نمی‌باشد طبق فرمول تعیین اندازه نمونه در جامعه نامحدود در سطح خطای ۵٪ تعداد اعضای نمونه برابر با ۳۸۴ تعیین می‌گردد. برای تعیین حجم نمونه در این روش به صورت دو مرحله‌ای زیر عمل می‌کنیم:

فرمول کلی حجم نمونه به صورت زیر است:

$$n_0 = \frac{z_{\frac{\alpha}{2}}^2 \text{var}(\theta)}{d^2}$$

که در فرمول بالا $z_{\frac{\alpha}{2}}$ مقدار نرمال استاندارد برای $(1 - \alpha)100$ درصد اطمینان است. $\text{var}(\theta)$ واریانس پارامتر برآورد شده و d مقدار خطا می‌باشد.

البته مقدار $\text{var}(\theta)$ معمولاً نامعلوم است. اما می‌توان به صورت $\text{var}(\theta) = pq$ در نظر گرفت. حسن این کار این است که می‌توان حداکثر مقدار را برای $\text{var}(\theta)$ در نظر گرفت (حداکثر مقدار ممکن که پیش می‌آید). این حالت در صورتی رخ می‌دهد که $p = q = \frac{1}{2}$ باشد.

پس با خطای $d = 5\%$ مقدار $n_0 = 384.16$ می‌باشد. در نتیجه نمونه ما در این تحقیق ۳۸۴ نفر می‌باشد. به منظور تعمیم پذیری بیشتر، به میزان ۱۰ درصد بیشتر از تعداد نمونه مورد محاسبه پرسش‌نامه توزیع شد که از تعداد ۴۲۲ پرسش‌نامه توزیع شده، ۴۰۰ پرسش‌نامه قابل تحلیل بدست آمد. برای آزمون پایایی پرسش‌نامه از آلفای کرونباخ استفاده شد در پرسش‌نامه تحقیق مقدار آلفا برابر ۰,۸۴۴ می‌باشد که از مقدار ۰,۷ بزرگتر است پس پرسش‌نامه پایاست و ما می‌توانیم عملیات آماری را بر روی این پرسش‌نامه شروع کنیم.

جدول ۲- مقدار آلفای کرونباخ برای پایایی متغیرهای مدل

مقدار آلفای کرونباخ	تعداد سوالات	متغیرها	
۰,۷۰۱	۳	کارگزاری / معامله گری	
۰,۷۸۶	۳	صندوق سرمایه گذاری مشترک	
۰,۷۰۵	۳	بازارگردانی	
۰,۸۰۲	۳	سبدگردانی	
۰,۷۸۷	۳	مشاور سرمایه گذاری	
۰,۷۳۸	۳	مشاور عرضه و پذیرش	
۰,۷۴۸	۳	پردازش گر اطلاعات مالی	
۰,۷۵۵	۲	عمق بازار	توسعه بازار سرمایه
۰,۷۸۰	۲	عرض بازار	
۰,۷۰۲	۲	کارآیی بازار	
۰,۸۴۴	۲۷	جمع	

۴. تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق

۴-۱- شاخص‌های برازش مدل

به طور کلی دو نوع شاخص برای آزمون برازش مدل وجود دارد:

۱- شاخص‌های خوب بودن

۲- شاخص‌های بد بودن

شاخص‌های خوب بودن مانند نیکویی برازش و نیکویی برازش تعدیل شده و... می‌باشد که هر قدر مقدار آنها بیشتر باشد بهتر است. مقدار پیشنهادی برای چنین شاخص‌هایی ۰/۹ است. همچنین شاخص‌های بد بودن نظیر کای دو بر درجه آزادی و ریشه میانگین مربعات خطای برآورد هستند که هر قدر مقدار آنها کمتر باشند مدل دارای برازش بهتری است. حد مجاز کای دو بر درجه آزادی، عدد ۳ و حد مجاز ریشه میانگین مربعات خطای برآورد، ۰/۰۸ است. برای سنجش کفایت برازش مدل، آماره‌ها و شاخص‌های زیر مورد استفاده قرار گرفته است.

شاخص کای دو (χ^2): این شاخص اختلاف بین مدل و داده‌ها را نشان می‌دهد و معیاری برای بد بودن مدل است. لازم به ذکر است که میزان این شاخص تحت تاثیر تعداد نمونه اتخاذ شده قرار می‌گیرد. در واقع چنانچه حجم نمونه بیشتر از ۲۰۰ باشد، این شاخص تمایل زیادی به افزایش دارد. لذا تحلیل برازندگی مدل با این شاخص، معمولاً در نمونه‌های بین ۱۰۰ تا ۲۰۰ قابل اتکا است. بهتر است این شاخص، با در نظر گرفتن درجه آزادی تفسیر گردد.

درجه آزادی df:

این شاخص درجه آزادی مدل را نشان می‌دهد و نباید کوچکتر از صفر باشد.

نسبت کای دو بر درجه آزادی ($\frac{\chi^2}{df}$):

یکی از بهترین شاخص‌های برازش مدل، بررسی نسبت آماره کای دو بر درجه آزادی است. مقدار این شاخص باید کمتر از ۳ باشد.

شاخص P-VALUE:

این شاخص نیز معیاری برای سنجش مناسب بودن مدل است. برخی از محققان معتقد هستند که میزان آن بایستی کمتر از ۰/۰۵ باشد در حالی که برخی دیگر بر بیشتر بودن تاکید دارند.

شاخص میانگین مجذور خطاهای مدل (RMSEA)

این شاخص براساس خطاهای مدل ساخته شده و همانند شاخص کای دو، معیاری برای بد بودن مدل است. زمانی که مقداره این آماره کمتر از $0/05$ درصد باشد نشان می‌دهد که مدل از برازش خوبی برخوردار است. در صورتی که مقدار آن بین $0/05$ تا $0/08$ باشد برازش قابل قبول، اگر بین $0/08$ تا 1 باشد برازش متوسط و اگر بزرگتر از یک باشد، برازش ضعیف است.

شاخص GFA , AGFA

این شاخص‌ها به وسیله اندازه نمونه تحت تاثیر قرار نمی‌گیرند. مقادیر این شاخص‌ها باید بین 0 و 1 باشد و مقدار بزرگتر از $0/9$ حاکی از برازش قابل قبول مدل است.

شاخص‌های NFI , NNFI , CFI , IFI , PNFI , RFI

این شاخص‌ها به مقایسه شاخص‌های برازش نسبی می‌پردازند و نشان می‌دهند تا چه حد برازش مدل نسبت به مدل پایه که در حقیقت مدل استقلال است، مناسب‌تر می‌باشد. مقادیر تمام شاخص‌های این گروه بین صفر و یک قرار دارند و هر چه به یک نزدیکتر باشند نشان دهنده‌ی برازش خوب مدل است. در جدول ۳ برخی از شاخص‌های برازش مدل و مقدار استاندارد آن آورده شده است (محسنین و اسفندیانی، ۱۳۹۲)

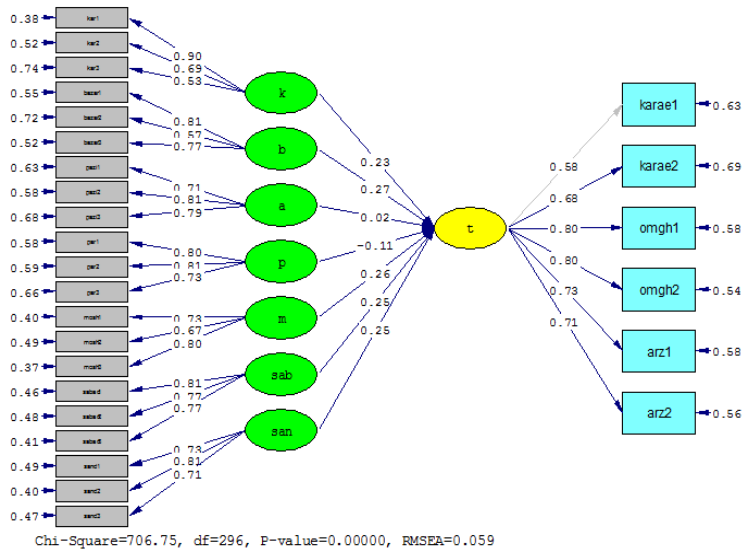
جدول ۳: شاخص‌های برازندگی مدل

نام شاخص	حد مجاز
کای دو بر درجه آزادی	کمتر از ۳
GFA (نیکویی بر ارزش)	بالاتر از $0/9$
RMSEA (ریشه میانگین مربعات خطای برآورد)	کمتر از $0/08$
CFI (برازندگی تعدیل یافته)	نزدیک به ۱
AGFA (نیکویی بر ارزش تعدیل شده)	بالاتر از $0/8$
NFA (برازندگی نرم شده)	نزدیک به ۱
NNFA (برازندگی نرم نشده)	نزدیک به ۱
PNFI (برازندگی نرم شده پارسیمونی)	نزدیک به ۱
RFA (برازندگی نسبی)	نزدیک به ۱
IFI (برازندگی افزایشی)	نزدیک به ۱

۴-۲- تحلیل مسیر (تست مدل مفهومی کل تحقیق)

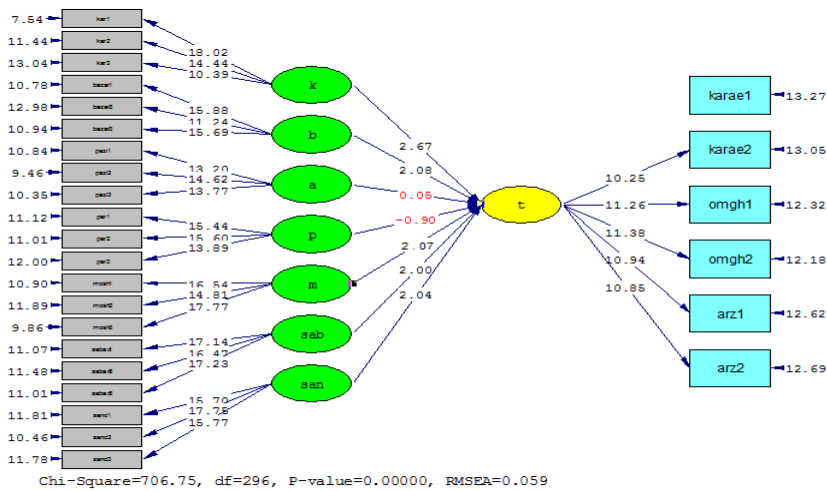
مدل مفهومی پژوهش در شکل ۲ نمایش داده شده است. قبل از پرداختن به آزمون فرضیات لازم است تا از نوع متغیرهای تحقیق با توجه به فرضیات تحقیق اطلاع حاصل کنیم.
 متغیر مستقل: کارگزاری / معامله‌گری - صندوق سرمایه‌گذاری مشترک - سبدگردانی - بازارگردانی
 - مشاور عرضه و پذیرش - مشاور سرمایه‌گذاری - پردازشگری اطلاعات مالی
 متغیر وابسته: توسعه بازار سرمایه

شکل ۲: مدل کلی تحقیق در حالت تخمین استاندارد



مقدار شاخص‌های تناسب حاکی از برازش مناسب مدل است و مقدار نسبت کای دو بر درجه آزادی ۲/۳۸ و کوچکتر از مقدار مجاز ۳ است. و همچنین مقدار RMSEA برابر ۰/۰۵۹ و کوچکتر از مقدار مجاز ۰/۰۸ است.

شکل ۳: مدل کلی تحقیق در حالت ضرایب معناداری



جدول ۴: شاخص‌های برازش مدل کلی تحقیق

مقدار شاخص	نام شاخص
۲/۳۸	کای دو بر درجه آزادی
۰,۹۲	GFA (نیکویی بر ارزش)
۰/۰۵۹	RMSEA (ریشه میانگین مربعات خطای برآورد)
۰/۹۸	CFI (برازندگی تعدیل یافته)
۰,۹۰	AGFA (نیکویی بر ارزش تعدیل شده)
۰/۹۷	NFA (برازندگی نرم شده)
۰/۹۸	NNFA (برازندگی نرم نشده)
۰/۸۲	PNFI (برازندگی نرم شده پارسیمونی)
۰/۹۶	RFI (برازندگی نسبی)
۰/۹۸	IFI (برازندگی افزایشی)

همانگونه که جدول ۲ نشان می‌دهد کلیه شاخص‌های مربوطه برای برازش بودن مدل در سطح بسیار مناسب قرار دارند و برازش بودن مدل مربوطه را تایید می‌کنند.

بر اساس یافته‌های حاصل از ضریب مسیر و آماره t ، از بین هفت فرضیه موجود تعداد ۵ فرضیه ضریب معناداری آن از ۱/۹۶ بزرگتر است و فرضیه‌های مربوطه تایید گشته و دو فرضیه ضریب معناداری آن کوچکتر از ۱/۹۶ است و فرضیه‌های مربوطه رد می‌گردد.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیات تحقیق

نتیجه فرض	ضریب تعیین	آماره t	ضریب مسیر	فرضیات تحقیق
تایید		۲/۰۸	۰/۲۷	فعالیت بازارگردانی شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
رد		۰/۰۵	۰/۰۲	فعالیت مشاوره عرضه و پذیرش شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است.
تایید		۲/۰۷	۰/۲۶	فعالیت مشاوره سرمایه گذاری شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است..
تایید	۰/۸۴	۲/۶۷	۰/۲۳	فعالیت کارگزاری / معامله گری شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه است.
تایید		۲/۰۴	۰/۲۵	تاسیس صندوق سرمایه گذاری مشترک توسط شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
تایید		۲/۰۰	۰/۲۵	انجام فعالیت سبدگردانی توسط شرکت های کارگزاری بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.
رد		-۰/۹۰	-۰/۱۱	فعالیت پردازشگر اطلاعات مالی از سوی کارگزاری های بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه دارد.

۵. نتیجه گیری و پیشنهادات

توسعه بازار سرمایه یک مفهوم مرکب است و عوامل متعددی می توانند بر توسعه بازار سرمایه تاثیرگذار باشند. یکی از عوامل نهادی که در بازار سرمایه فعالیت می کند شرکت های کارگزاری هستند که می توانند فعالیت های مختلفی مثل سبدگردانی، بازارگردانی، تاسیس صندوق های سرمایه گذاری مشترک، کارگزاری / معامله گری، پردازشگری اطلاعات مالی، مشاور سرمایه گذاری و مشاور عرضه و پذیرش را در کنار کار اصلی خود به انجام این فعالیت ها نیز بپردازند. در تحقیق حاضر بر آن شدیم تا به بررسی نقش شرکت های کارگزاری بر توسعه بازار سرمایه از طریق انجام این فعالیت ها بپردازیم. تحقیق نشان داد که از منظر کارشناسان فعال در بازار بورس انجام فعالیت های بازارگردانی، سبدگردانی، مشاور سرمایه گذاری، تاسیس صندوق های سرمایه گذاری مشترک، کارگزاری / معامله گری توسط شرکت های کارگزاری می تواند بر توسعه بازار سرمایه کمک کند ولی بین انجام

فعالیت‌های پردازشگری اطلاعات مالی و مشاوره عرضه و پذیرش توسط این نهاد مالی و توسعه بازار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود ندارد. به این دلیل که طبق دستورالعمل مشاور عرضه و پذیرش به پذیرش اوراق بهادار و شرکت‌های جدید در بورس اقدام می‌کند و به عبارتی مشاور عرضه و پذیرش به عنوان واسطه بین شرکت در حال پذیرش و بورس عمل می‌کند که این باعث تسهیل در فرایند پذیرش می‌شود ولی نکته مهم آن است که یکی از مشخصه‌های اصلی بازارهای توسعه یافته اندازه بازار و تعداد شرکت‌های پذیرش شده در بورس است که در حال حاضر به دلیل ساختار تقریباً دولتی اقتصاد ایران بعید است که یک شرکت کارگزاری بتواند یک شرکت را به پذیرش در بورس قانع کند و لذا پذیرش اکثر شرکت‌ها با تصمیمات مدیریت کلان کشور می‌باشد در رابطه با شرکت‌های خصوصی هم چون فعلاً بازار سرمایه چندان توسعه نیافته و بازار پول کماکان به عنوان اصلی‌ترین منبع برای تامین مالی شرکت‌ها می‌باشد لذا در این مورد هم مشاور پذیرش نمی‌تواند تاثیر بسزایی در جذب شرکت به بورس و نهایتاً افزایش تعداد شرکت‌های بوسی و توسعه بازار سرمایه شود.

در رابطه با پردازشگری اطلاعات مالی هم رد این فرضیه به این معنی است که اطلاعات به عنوان اصلی‌ترین عامل در فرایند تصمیم‌گیری در خصوص معاملات در بازار سرمایه می‌باشد. از آنجایی که شرکت‌های کارگزاری می‌توانند در نقش معامله‌گری به نام و حساب خود خرید و فروش کنند و نیز اینکه در حال حاضر اکثر شرکت‌های کارگزاری دارای مجوزهای صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سبدگردانی و ... می‌باشند لذا چنانچه این شرکت‌ها مجوز پردازش اطلاعات مالی را نیز داشته باشند می‌توانند به توجیه و تبلیغ سهام مورد نظر خود بپردازند و بازار را به سمت سهام و گروه مورد نظر بکشانند که این در بلندمدت می‌تواند باعث تمرکز بازار بر گروه‌های خاصی شود چرا که معمولاً شرکت‌های کارگزاری و زیر مجموعه‌های آنها در زمان خرید و فروش اقدام به هماهنگی با دیگر شرکت‌های کارگزاری فعال در بازار می‌نمایند و این خود مانعی برای توسعه بازار سرمایه خواهد بود.

۵-۱- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به اینکه طبق آزمون‌های انجام شده انجام فعالیت‌های مشاور سرمایه‌گذاری، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سبدگردانی، کارگزاری / معامله‌گری، بازارگردانی توسط شرکت‌های کارگزاری فعال در زمینه اوراق بهادار تاثیر معنی‌داری بر توسعه بازار سرمایه دارند لذا پیشنهاد می‌شود که سازمان

بورس و اوراق بهادار در اعطای این مجوزها به شرکت‌های کارگزاری تسهیلات لازم از قبیل کاهش سرمایه مورد نیاز و سوابق عملیاتی و ... را ارائه دهد.

از سوی دیگر با توجه به رد شدن دو فرضیه از پژوهش، یعنی تأثیر مشاوره عرضه و پذیرش و پردازشگری اطلاعات مالی توسط کارگزاری‌ها بر توسعه بازار سرمایه، پیشنهاد می‌گردد که نهادهای قانونگذار، ترتیبی اتخاذ نمایند که مؤسسات مالی تخصصی در حوزه وظایف یاد شده ایجاد شود. در حال حاضر مجوز مشاور عرضه و پذیرش به عنوان یک مجوز فرعی در کنار سایر مجوزها داده می‌شود لذا پیشنهاد می‌شود که این مجوز به عنوان یک مجوز اصلی دیده شده و نهادی هم که اقدام به اخذ این مجوز می‌کند بایستی تعهدات لازم را در راستای پذیرش شرکت‌های خصوصی در بورس بدهد و تمدید آن منوط به پذیرش تعداد مشخصی از شرکت‌های خصوصی باشد.

۲-۵- پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

- بررسی کمی تاثیر شرکت‌های کارگزاری بر توسعه بازار سرمایه کشور
- بررسی تاثیر سایر نهادهای مالی بر توسعه بازار سرمایه کشور
- بررسی تاثیر شرکت‌های کارگزاری بر توسعه بازار سرمایه از منظر مشتری مداری و جذب سرمایه‌گذاران جدید
- بررسی رابطه علت - معلولی توسعه بازار سرمایه با توسعه کارگزاری‌ها

منابع:

۱. خدادوست، حسین (۱۳۸۶)، بررسی نحوه فعالیت کارگزاران در حوزه مشاوره و سبدگردانی، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار.
۲. دفتر مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی) (۱۳۹۱)، گزارش عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی ایران.
۳. زنجیرانی فراهانی، نسیمه، شمسی کوشکی، ابوالحسن، ترابی اردکانی، عباس، فراهانی مینا (۱۳۸۶)، ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه ایران، انتشارات موسسه کار و تامین اجتماعی، نوبت اول.
۴. صحرايي، علی (۱۳۸۹)، "اقدامات بورس اوراق بهادار تهران در جهت افزایش نقدشوندگی بازار اوراق بهادار"، ماهنامه بورس اقتصادی شماره ۹۳.

۵. کاشانی پور، مهران‌ی ساسان، پاشانژاد، یوسف (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط برخی از مکانیزم نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم شماره دوم، شماره پیاپی ۴، صص ۶۱-۷۶.
۶. گزارش بررسی فعالیت بازارگردان ویژه در بورس اوراق بهادار، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران.
۷. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴.
۸. محسنین، شهریار؛ اسفیدانی، محمد رحیم. (۱۳۹۲). مدل سازی معادلات ساختاری به کمک نرم-افزار لیزرل. چاپ اول، موسسه کتاب مهربان نشر، تهران.
9. Adeniyi O. Adenuga, "Stock Market Development Indicators and Economic Growth in Nigeria (1990 - 2009): Empirical Investigations", Economic and Financial Review, Volume 48, 2010.
10. Massa, Massimo, "Mutual Fund competition and stock market liquidity", SSRN, 2003.