

## تأثیر مولفه‌های کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام (کشورهای اسلامی و غیر اسلامی منتخب)

فیروز شقاقی<sup>۱</sup>

عسگر پاک مرام<sup>۲</sup>

یونس بادآور نهندي<sup>۳</sup>

تاریخ ارسال: ۱۳۹۷/۰۸/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۰۲

### چکیده

توسعه مالی در جهت دستیابی به رشد اقتصادی مستمر و پایدار از اهداف اصلی سیاست‌گذاران اقتصادی محسوب می‌شود. از رویکردهای مهم توسعه مالی بسط و تعمیق بازار سهام است. چنین بسط و تعمیقی بیش از هر چیزی نیازمند بهبود حکمرانی خوب یا همان کیفیت نهادی است. با توجه به اهمیت این موضوع، مطالعه حاضر به بررسی تأثیر مولفه‌های کیفیت نهادی (حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی و نبود خشونت و تروریسم، اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد) بر متغیرهای بازار سهام به تفکیک گروه کشورهای اسلامی (۱۰ کشور) و غیراسلامی (۳۷ کشور) طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۶ با استفاده از روش پانل دیتا پرداخته است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مولفه‌های کیفیت نهادی نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد قیمت سهام نسبت به رشد بازدهی متوسط کل اقتصاد و همچنین رشد حجم معاملات سهام نسبت به رشد کل حجم معاملات اقتصاد در هر دو گروه از کشورهای مورد بررسی دارد با این تفاوت که تأثیر این مولفه‌ها در ارتباط با گروه کشورهای اسلامی به مراتب بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی است. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، افزایش اندازه تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت و مخارج مصرف نهایی دولت به قیمت ثابت در هر دو گروه از کشورها تأثیر معناداری بر رشد حجم معاملات سهام و قیمت سهام دارد.

واژگان کلیدی: حجم معاملات سهام، شاخص قیمتی سهام، کیفیت نهادی

طبقه‌بندی JEL: F43, O48, O43, P48, B25

۱- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران، پست الکترونیکی: shaghghi.firooz@gmail.com

۲- دانشیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول)، پست الکترونیکی: pakmaram@bonabiau.ac.ir

۳- دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، پست الکترونیکی: badavarnahandi@iau.ac.ir

## ۱- مقدمه

از دغدغه‌های اصلی کشورهای در حال توسعه، قرار گرفتن در مسیر رشد و توسعه است. از مهم‌ترین رویکردهای که در این راستا مطرح می‌شود، توسعه بازارهای مالی است. استیگلitz<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) معتقد است که بازارهای مالی مغز سیستم اقتصادی و کانون اصلی تصمیم‌گیری هستند و چنانچه این بازارها با شکست و نارسایی مواجه شوند، عملکرد کل سیستم اقتصادی آسیب خواهد دید. توسعه مالی به دو صورت بانک‌محور و مبتنی بر بازار سرمایه دنبال می‌شود. رویکرد بانک‌محور متکی بر تسهیلات اعطایی بخش بانکی و رویکرد مبتنی بر بازار سرمایه نیز متکی بر تامین مالی صورت گرفته از طریق انتشار انواع اوراق بهادار (سهام، انواع اوراق بدهی و صکوک، صندوق‌ها و...) است. با توسعه مالی، عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی که منجر به ایجاد بازارها و واسطه‌گری مالی کارآمد شده و دسترسی به سرمایه و خدمات مالی را توسعه و تعمیق می‌بخشد، شکل می‌گیرند (حشمتی مولایی، ۱۳۸۳). اهمیت توسعه بخش مالی کشورها از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی ساز و کار تخصیص منابع ایفا می‌کند. به عبارت دیگر، توسعه مالی بیانگر بهبود در مقدار، کیفیت و کارایی خدمات واسطه‌ای مالی است و این فرآیند مشتمل بر ترکیبی از تعداد زیادی فعالیت و موسسه است (لیو و کالدرون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). به دلیل محدودیت‌های منابع بانکی و پیامدهای اقتصاد کلان ناشی از عملکرد بانک‌ها در اعطای تسهیلات، توسعه مالی بازار سرمایه محور بیشتر مورد توجه کشورها قرار گرفته است. این موضوع به‌ویژه در کشورهای اسلامی به واسطه پایین بودن ریسک شریعت در ابزارهای بازار سرمایه به صورت خاص مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصادی است.

محققان در امر توسعه مالی به نقش عوامل اقتصادی مانند تورم، سطح درآمد و باز بودن تجاری و آزادسازی مالی بر توسعه مالی تاکید دارند، اما یکی از عوامل تاثیرگذار بر توسعه مالی کیفیت نهادی کشورها است که کمتر مورد توجه مطالعات قرار گرفته است. این در حالی است که اقتصاددانان مالی معتقدند کیفیت نهادی می‌تواند بر توسعه مالی اثرگذار باشد. به اعتقاد آنان، در غیاب یک چارچوب قانونی دقیق به دلیل

1- Stiglitz

2- Liu and Calderon

فقدان اعتماد سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران، توانایی بازارهای مالی داخلی برای تجهیز منابع تضعیف می‌شود. این موضوع به مفهوم کاهش اطمینان به بازارهای مالی داخلی است. در نتیجه این نااطمینانی نیز خروج سرمایه از کشورها تقویت می‌شود. در واقع می‌توان بیان داشت کیفیت نهادی نامناسب منجر به تضعیف بازارهای مالی شده و به دنبال آن رشد اقتصادی مختل می‌شود (یانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

گریف<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) معتقد است نهادهای خوب، سبب انگیزش فعالیت‌های با بازدهی اجتماعی بالا توسط بازیگران اقتصادی هستند و از آن طریق منافع فردی و اجتماعی را به هم نزدیک می‌کنند. در واقع، نهادها دو کارکرد اقتصادی اساسی دارند: از یک طرف هزینه‌های مبادلاتی را کاهش داده و روابط متقابل اجتماعی را قابل پیش‌بینی و مطمئن می‌سازند و از طرف دیگر، هماهنگ‌سازی بین عوامل اقتصادی را آسان‌تر می‌کنند (آلونسو و گارسیامارتین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). نهادها از جامعه‌ای به جامعه دیگر به دلایل مختلف اجتماعی، سیاسی متفاوت هستند. ممکن است یک جامعه ساختار سیاسی دموکراتیک داشته باشد و جامعه دیگر ساختار دیکتاتوری؛ حتی در جوامع با ساختارهای دموکراتیک بسته به اینکه قدرت چگونه بین گروه‌ها و طبقات اجتماعی توزیع می‌شود، ممکن است منجر به نهادهای متفاوتی شود (عجم اوغلو، روبینسون<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰).

نهادهای موفق که از عوامل بنیادین رشد و توسعه اقتصادی به‌شمار می‌آیند، تحت عنوان حکمرانی خوب مطرح می‌شوند. کافمن<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۶) برای بیان حکمرانی، شش شاخص حق اظهارنظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، حاکمیت قانون، کنترل فساد، کیفیت قوانین و مقررات و اثر بخشی دولت را به بانک جهانی پیشنهاد کردند. آن‌ها بر این باورند که هر قدر در یک کشور، دولت پاسخگوتر، کارآمدتر و ثبات سیاسی بیشتر، مقررات اضافی و هزینه‌ها کمتر و حاکمیت قانون گسترده‌تر و فساد محدودتر باشد، حکمرانی خوب برقرار است.

به طور خلاصه، از یکسو بازار سرمایه توسعه یافته یکی از الزامات اصلی رشد و توسعه

1- Yung

2- Griff

3- Alonso and Garcimartin

4- Acemoglu and Robinson

5- Kaufman et al.

اقتصادی محسوب می‌شود و از سوی دیگر، کیفیت نهادها می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در توسعه بازار سرمایه ایفا کنند. این موضوع در کشورهای در حال توسعه اسلامی به دلیل کیفیت نامطلوب نهادها و همچنین بازار سرمایه توسعه نیافته در این قبیل کشورها بسیار حائز اهمیت است. بر این اساس، مطالعه حاضر به بررسی تاثیر مولفه‌های کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام (نرخ رشد معاملات بازار سهام نسبت به معاملات کل اقتصاد و نرخ رشد قیمت سهام نسبت به بازدهی کل اقتصاد) به تفکیک گروه کشورهای اسلامی (۱۰ کشور) و غیرا سلامی (۳۷ کشور) طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۶ با استفاده از روش پانل دیتا پرداخته است.

بازار سرمایه شامل بازار سهام، بازار اوراق بدهی (دولتی و شرکتی)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بازار بیمه است. در این بین، بازار سهام بیشترین سهم از بازار سرمایه کشورها را به خود اختصاص داده است. به همین دلیل در مطالعه حاضر نیز بازار سهام به نمایندگی از بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته است.

ساختار مقاله در ادامه به این ترتیب است که در بخش دوم، مبانی نظری ارائه می‌شود. در بخش سوم، مطالعات تجربی و در بخش چهارم، روش‌شناسی تحقیق ارائه می‌شود. در بخش پنجم یافته‌های تحقیق تشریح می‌شود و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادات ارائه می‌شود.

## ۲- مبانی نظری

عوامل تاثیرگذار بر بازار سهام متنوع هستند. این عوامل در ادبیات نظری شامل طیف وسیعی از متغیرها است. به تازگی نیز کیفیت نهادی به جمع این متغیرها افزوده شده است. در ادامه مبانی مربوط به اهم این متغیرها تشریح می‌شود.

دولت در کشورهای مختلف مسئول سیاست‌گذاری مالی است. بنابراین، دولت با ابزارهای سیاست‌های مالی اقدام به تنظیم اندازه مخارج خود می‌کند. مخارج دولت یا از محل مالیات یا از محل انتشار بدهی در قالب اوراق بهادار دولتی تامین می‌شود (سلمانی، ۱۳۹۷). اگر تامین از طریق بدهی صورت پذیرد، نرخ بازدهی بدون ریسک در اقتصاد تغییر می‌کند. با تغییر این نرخ، بازدهی کل دارایی‌های مالی تغییر می‌کند. ضمن آنکه سرمایه‌گذاران در سبد سرمایه‌گذاری خود ترکیبی از دارایی‌های مالی را دارند که یکی از

این دارایی‌ها نیز اوراق بدهی دولت است. در نتیجه، سیاست‌گذاری مالی از طریق انتشار بدهی یا اوراق بدهی باعث تغییرات نرخ بهره می‌شود و از این طریق به قیمت سهام و معاملات بازار سهام تاثیر می‌گذارد (جاتزیانتانیو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). در واقع افزایش استقراض دولت، نرخ بهره کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد که به نوبه خود منجر به کاهش ارزش تنزیل جریان نقدی یک دارایی می‌شود که نشان از کاهش فعالیت بازار سهام است. تغییر مالیات‌ها در جهت تامین مخارج دولت نقش مهمی در تعیین قیمت دارایی‌ها ایفا می‌کند. با افزایش مالیات بر سود شرکت‌ها، انگیزه سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه تقاضا برای سهام کاهش یافته و قیمت سهام و حجم معاملات با کاهش مواجه می‌شود (لاپودیس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). در واقع با افزایش مالیات بر سود شرکت‌ها، سود خالص شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کنند و به همین دلیل ارزش ذاتی شرکت‌ها با کاهش مواجه می‌شود و در پی آن قیمت سهام نیز با افت مواجه می‌شود.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی دیگر از متغیرهای موثر بر توسعه بازار سهام محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با انتقال دانش و فناوری از کشورهای دیگر باعث بهبود عملکرد تولید، فروش و سودآوری شرکت‌ها می‌شوند و به واسطه این امر، حجم معاملات و قیمت سهام این شرکت‌ها در بازار سهام بهبود پیدا می‌کند (مالکوس و پرسون<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). حضور بنگاه‌های چندملیتی در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در یک کشور باعث می‌شود بنگاه‌های محلی برای حفظ قدرت رقابت خود در پی افزایش کیفیت محصولات و کاهش هزینه تولید برآیند (کاوس<sup>۴</sup>، ۱۹۷۴). ارتقاء فناوری، کیفیت محصولات و کاهش هزینه تولید به واسطه حضور سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به افزایش ارزش ذاتی بنگاه‌های اقتصادی و ارتقاء سودآوری آن‌ها می‌شود و همین امر می‌تواند به افزایش قیمت سهام و معاملات سهام بنگاه‌ها منجر شود.

پاتریک<sup>۵</sup> (۱۹۶۶) بیان می‌کند که تغییر در بازارهای مالی از جمله تغییرات شاخص قیمت، بازده و حجم معاملات سهام نتیجه رشد بخش واقعی اقتصاد است. رشد بخش

- 
- 1- Chatziantonio et al.
  - 2- Laopodis
  - 3- Malcus and Persson
  - 4- Caves
  - 5- Patrick

واقعی اقتصادی به دلیل پیشرفت فناوری یا ارتقای بهره‌وری به وجود می‌آید. همچنین افزایش رشد اقتصادی می‌تواند در نتیجه رشد تقاضا یا عرضه کل اقتصاد باشد که در هر دو حالت فروش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای سهام افزایش پیدا می‌کند و در نتیجه انتظار بر این است که معاملات و قیمت سهام این شرکت‌ها افزایش یابد (ایرلند<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴).

کلاپر و لاو<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، دورنو و کیم<sup>۳</sup> (۲۰۰۵)، برونو و کلاسنس<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند که کارکرد موثر هر فعالیت سرمایه‌گذاری مبتنی بر مکانیسم‌های خوب مدیریت شرکت است که به نوبه خود بستگی به کیفیت چارچوب حکومت یک کشور نیز دارد. هیل و لئوز<sup>۵</sup> (۲۰۰۳)، هوپر و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۹) چن و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) گیانتی و کوزینن<sup>۸</sup> (۲۰۱۰)، چیو و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۰) معتقدند که کیفیت نهادی یک کشور بر عملکرد بازارهای سرمایه تاثیر می‌گذارد.

آدم اسمیت از اولین نظریه‌پردازانی بود که به اهمیت نهادها و تاثیر آن بر عملکرد اقتصادی توجه داشت. وی تاکید می‌کند که توسعه تجارت و صنعت نمی‌تواند در کشوری به وجود بیاید مگر آنکه فعالان اقتصادی، اعتمادی به عدالت دولت داشته باشند. در کشوری که امنیت سرمایه وجود دارد هر فردی تلاش خواهد کرد که تمام سرمایه خود را در فعالیت‌های اقتصادی به کار گیرد. بر عکس، در کشورهایی که امنیتی برای سرمایه وجود ندارد، ممکن است افراد بخشی از سرمایه خود را پنهان یا بجای امن دیگری انتقال دهند (اسمیت<sup>۱۰</sup>، ۱۷۷۶).

از مهم‌ترین نظریه مرتبط با تاثیرگذاری نهادهای مالی بر توسعه مالی نظریه تامین مالی

- 
- 1- Irland
  - 2- Klapper and Love
  - 3- Durnev and Kim
  - 4- Bruno and Claessens
  - 5- Hail and Leuz
  - 6- Hooper et al.
  - 7- Chen et al.
  - 8- Giannetti and Koskinen
  - 9- Chiou et al.
  - 10- Smith

و قانون<sup>۱</sup> است که توسط لاپورتا و دیگران<sup>۲</sup> (۱۹۹۷ و ۱۹۹۸) ارائه شده است. براساس این نظریه، تفاوت در حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و کیفیت اجرای قراردادها، سطوح توسعه مالی متفاوت در بین کشورها را توضیح می‌دهد (ایرجیت<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). رودریک<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) نهادها را در چهار قالب تقسیم‌بندی کرده و فرآیند تاثیرگذاری هر یک از این قالب‌های نهادی را به صورت زیر بیان کرده است:

- نهادهای حقوق مالکیت: این بخش نهادها شامل حاکمیت قانون، کیفیت اجرای قانون، قابلیت اجرای قرارداد، صلاحدید سیاسی و فرآیند تغییر مسئولان و مدیران اجرایی است. نهادهای حقوق مالکیت از طریق تحت تاثیر قراردادن تصمیمات عامل‌های اقتصادی در خصوص پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و تمام تصمیمات مرتبط با نتایج قراردادهای دوجانبه روی عملکرد اقتصادی و بازار سهام تاثیر می‌گذارند.

- نهاد های تنظیم‌کننده: این بخش نهادها محدوده‌ای است که سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران می‌توانند پیگیر منافع گروهی باشند و حوزه‌ای که سیاست‌گذاران و اشخاص حقوقی مسئول پاسخگویی به عموم مردم در مفهوم عام آن و سهامداران در مفهوم خاص آن است را مشخص می‌کند. این نهادها از طریق شاخص‌های میزان فساد، فرار مالیاتی و کیفیت بروکراسی اندازه‌گیری می‌شوند. هنجارها و مقررات از طریق افزایش کارایی، سیاست‌های عمومی و کاهش ریسک ناشی از رفتارهای غیرقانونی، سواری مجانی و رفتارهای رانت‌جویانه عامل‌های اقتصادی می‌توانند روی عملکرد بازار تاثیر گذار باشند.

- نهادهای تثبیت‌کننده اقتصاد کلان: این نهادها می‌توانند نوسانات اقتصاد کلان را از طریق کاهش ورود سیاست‌های اقتصاد کلان نامنظم و افزایش مقاومت اقتصاد در مقابل شوک‌های خارجی محدود و کاهش دهند. قدرت نهاد های تثبیت‌کننده از طریق شاخص‌هایی نظیر استقلال بانک مرکزی، شفاف و معتبر بودن فرآیند بودجه‌ریزی و مسئولیت‌پذیری تضمین شده از طریق قواعد و فرآیندهای شفاف قابل اندازه‌گیری است. نهادهای تثبیت‌کننده می‌توانند عملکرد اقتصادی بازار را از طریق کاهش دادن نااطمینانی تحت تاثیر قرار دهند.

1- Law and Finance theory

2- Laporta et al.

3- Erigit

4- Rodrik

- نهادهای حل اختلاف: این نهادها اقدام به حل اختلافات اقتصادی، اجتماعی و سیاسی می‌کنند. نهادهای حل منازعات سیاسی نیز مسایلی نظیر اعمال زور، قانون، نظم و امنیت فردی را دربر می‌گیرند. نهادهای حل اختلافات اقتصادی و اجتماعی از طریق کاهش ریسک، مشکلات زندانی‌ها و رفتارهای غیربهبود در اقتصاد و جامعه، عملکرد اقتصادی بازار را بهبود می‌بخشد. همچنین نهادهای حل منازعات سیاسی از طریق تقویت امنیت داخلی بستر لازم برای توسعه اقتصادی را فراهم می‌سازند.

بانک جهانی<sup>۱</sup> و راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها (ICRG)<sup>۲</sup> مهم‌ترین سازمان‌هایی هستند که از آمارها و شاخص‌های آن‌ها در تحقیقات مختلف استفاده شده است. راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها از جمله سازمان‌هایی است که به محاسبه ریسک سیاسی، مالی و اقتصادی کشورها می‌پردازد. ابتدا داده‌های عینی جمع‌آوری شده در ۲۲ دسته طبقه‌بندی شده و به وسیله آن‌ها ۲۲ شاخص محاسبه می‌شود، سپس این دسته‌ها برای محاسبه سه شاخص ریسک سیاسی، مالی و اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرند. بعضی از عوامل تشکیل دهنده این شاخص عبارتند از: فساد در دولت، ثبات دولت، پاسخگویی دولت در برابر مردم، حاکمیت نظم و قانون، خطر بی‌اعتنایی به قراردادهای، شکاف میان انتظارات مردم و عملکرد اقتصادی دولت، خطر بروز تنش‌های قومی، خطر بروز درگیری داخلی، خطر بروز درگیری خارجی و کیفیت دستگاه‌های اداری.

تعاریف شاخص‌های پیشنهادی کافمن و همکاران (۲۰۰۶) برای بانک جهانی به صورت زیر است:

\* حق اظهار نظر و پاسخگویی<sup>۳</sup>: به سنجش این موضوع می‌پردازد که کدام کشورها می‌توانند حکومت خود را انتخاب کنند و از آزادی بیان، تجمعات و رسانه برخوردار هستند. این شاخص، بازتاب ادراکات شهروندان نسبت به این است که در انتخاب دولت خود و آزادی بیان، آزادی اجتماعات و شرکت در رسانه آزاد باشند.

1- World Bank

2- International Country Risk Guide (ICRG)

3- Voice and Accountability



\* ثبات سیاسی و عدم خشونت<sup>۱</sup>: تاکید بر این نکته دارد که عمل غیرقانونی و مستبدانه دولت موجب بی‌ثباتی در سیستم اقتصادی، اجتماعی و سیاسی می‌شود. این شاخص احتمال بی‌ثباتی سیاسی و خشونت را نشان می‌دهد.

\* اثربخشی و کارآمدی دولت<sup>۲</sup>: این شاخص به سنجش کیفیت خدمات عمومی، کیفیت خدمات اجتماعی و درجه استقلال آن‌ها از فشارهای سیاسی می‌پردازد.

\* کیفیت قانون و مقررات<sup>۳</sup>: این شاخص توانایی دولت برای تنظیم و اجرای سیاست‌های درست و قوانینی را که به پیشرفت و توسعه بخش خصوصی کمک می‌کنند، می‌سنجد.

\* حاکمیت قانون<sup>۴</sup>: کیفیت سیستم قضایی، قانونی و رسمی یک کشور را نشان می‌دهد و به سنجش میزان اطمینان و وفاداری کارگزاران به قوانین جامعه به‌خصوص در مورد کیفیت پلیس، دادگاه‌ها و الزام به اجرای قراردادها می‌پردازد.

\* کنترل فساد<sup>۵</sup>: این شاخص به سنجش استفاده از قدرت دولتی به منظور کسب سود و نفع شخصی می‌پردازد و در واقع شاخص‌های کیفیت قوانین و مقررات و حاکمیت قانون را تکمیل می‌کند و اشاره به اثر حکمرانی بد روی روابط اقتصادی دارد (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۸۹).

### ۳- پیشینه پژوهش

مطالعات تجربی مختلفی در ارتباط با موضوع این مطالعه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

هوپر و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری بین معیارهای عملکرد بازار سهام و کیفیت محیط سازمانی وجود دارد. همچنین کشورهای توسعه‌یافته دارای سیستم‌های حاکمیتی بهتر، بازارهای سهام با بازده بالاتر و سطوح پایین ریسک هستند. نتایج پژوهش نشان داد که پیش شرط توسعه بازار مالی بهبود نهادهایی است که فرآیند مبادله را مدیریت می‌کنند.

---

1- Political Stability And Absence Of Violence

2- Government Effectiveness

3- Regulatory Quality

4- Rule Of Law

5- Control Of Corruption

6- Hooper et al.

پاریش کومار و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) نشان دادند که بازار سهام تنها در کشورهای که کیفیت حکومت آن‌ها ضعیف است، حاکمیت در سطح کشور، بازده سهام را پیش‌بینی می‌کند. برای کشورهای دارای حاکمیت توسعه‌یافته، شواهدی مبنی بر پیش‌بینی بازده توسط حاکمیت وجود ندارد. همچنین سرمایه‌گذاران در کشورهای دارای حکومت ضعیف می‌توانند از اطلاعات موجود در شاخص‌های حاکمیتی در سطح کشور برای ایجاد استراتژی‌های سهام سودمند استفاده کنند.

بادی و امبی<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) با بررسی ۲۳ کشور نشان دادند که شاخص‌های حق اظهار و پاسخگویی، شاخص ثبات سیاسی، شاخص اثربخشی دولت برای تامین نیازهای جامعه، شاخص کیفیت قوانین و مقررات و کاهش موانع توسعه و اقتصادی، شاخص حاکمیت قانون و یکسان بودن دولت و مردم در برابر قانون، شاخص کنترل فساد و استفاده از قدرت و امکانات عمومی تاثیر قابل توجهی بر عملکرد بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه داشته است.

عزیز<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) با بررسی ۱۶ کشور عربی طی دوره ۱۹۸۴-۲۰۱۲ نشان داد که متغیرهای کیفیت نهادی از آزادی اقتصادی، سهولت انجام تجارت و راهنمای ریسک بین‌المللی کشورها تاثیر مثبت و معناداری در جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر اقتصادهای عربی دارند.

کوبی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های ۴۴ کشور طی دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۵ نشان دادند که قوانین سخت‌گیرانه خرید و فروش سهام در تعامل با کیفیت نهادی و اختصاص سهام خارجی به منظور کاهش هزینه‌های سرمایه در سطح کشور در ارتباط هستند. نتایج همچنین نشان داد که تصویب قوانین سخت‌گیرانه در خرید و فروش سهام و تعامل آن‌ها با کیفیت موسسات نه تنها برای تصمیم‌گیری‌های مربوط به تخصیص سرمایه‌گذاری مهم است، بلکه هزینه‌های سرمایه‌ای در سطح کشور را نیز کاهش می‌دهد. عیسی‌زاده و احمدزاده (۱۳۸۸) با استفاده از داده‌های ۵۰ کشور با سطوح مختلف توسعه طی دوره ۲۰۰۵-۱۹۹۶ نشان دادند اثر نهادهای عمومی چون حاکمیت قانون، ثبات سیاسی،

1- Paresh Kumar et al.

2- Boadi and Amegbe

3- Aziz

4- Kwabi et al.

کنترل فساد، کیفیت بوروکراسی و اثر بخشی دولت بر رشد اقتصادی مثبت و معنادار بوده و اثر شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی یا همان شاخص دموکراسی مثبت، اما غیر معنادار است. همچنین هر چه در یک کشور حکمرانی خوب برقرار باشد، رشد اقتصادی در سطح بالایی اتفاق می افتد.

پایتختی اسکویی و همکاران (۱۳۹۰) با بررسی ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ نشان دادند که در کشورهای مورد مطالعه، تمامی شاخص‌های عوامل نهادی تاثیر مثبت و معناداری بر شاخص توسعه بازار سهام دارند. حیدری و همکاران (۱۳۹۳) با بررسی ۱۶ کشور منتخب منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا طی دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۹۶ نشان دادند که شاخص حاکمیت قانون، شاخص باز بودن اقتصاد و تولید ناخالص داخلی سرانه تاثیر منفی بر نرخ تورم دارد.

فیضی و همکاران (۱۳۹۵) با ارزیابی ۵۴ کشور طی دوره ۲۰۱۳-۲۰۰۲ نشان دادند که درآمدهای حاصل از منابع نفتی بر شش شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی دولت، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، حاکمیت قانون، کیفیت مقررات و کنترل فساد تاثیر منفی و معنی داری دارد. علاوه بر این، متغیرهای درجه باز بودن اقتصاد، تولید ناخالص ملی، شاخص آزادی کسب و کار و شاخص آزادی سرمایه گذاری بر شش شاخص حکومت داری خوب، تاثیر مثبت و معنی داری دارند.

قادری و قادری (۱۳۹۶) نشان دادند شاخص‌های اثربخشی دولت، کنترل فساد، کیفیت قوانین و مقررات و ثبات سیاسی، ارتباط مثبت و معنی داری با هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین نتایج حاکی از عدم ارتباط بین شاخص پاسخگویی حکمرانی و حاکمیت قانون با هزینه سرمایه در دوره مورد نظر است. جانی (۱۳۹۶) با بررسی کشورهای حوزه سند چشم‌انداز (کشورهای جنوب غرب آسیا) طی دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۷ نشان داد اصلاحات نهادی در سطح خرد یا کلان به تنهایی نمی‌توانند در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی موثر باشند و باید به اصلاحات سطح نهادی خرد و اصلاحات در مولفه‌هایی از سطح نهادی کلان که بر سطح نهادی خرد موثرند، توجه شود.

حسینی و حسینی (۱۳۹۶) با بررسی کشورهای منطقه نشان دادند که تولید ناخالص داخلی و نرخ ارز تاثیر مثبت و معناداری بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی دارد و ثبات

سیاسی و کنترل فساد نیز بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تاثیر مثبت و معناداری دارند.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

یکی از فروضی که به کارگیری روش‌های سنتی و معمول اقتصادسنجی در برآورد ضرایب الگو با استفاده از داده‌های سری زمانی در نظر گرفته می‌شود، ساکن بودن متغیرهای مورد استفاده است. متغیر سری زمانی که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باشد، ساکن گویند. اگر در تخمین مدل اقتصادسنجی متغیرها غیر ساکن باشند، رگرسیون برآورد شده جعلی بوده و قابل اعتماد برآورد نخواهد بود. برای رها شدن از رگرسیون کاذب و رسیدن به یک مدل قابل اعتماد اغلب در داده‌های سری زمانی به بررسی ایستایی متغیرهای مدل با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم‌یافته<sup>۱</sup> (ADF) پرداخته می‌شود، اما مقالات متعددی پیشنهاد کرده‌اند که آزمون‌های ریشه واحد پانل در مقایسه با آزمون‌های ریشه واحد سری‌های زمانی، توانایی بیشتری دارند. کلا آزمون‌های معمول ریشه واحد در پانل دیتا شامل آزمون‌های LLC<sup>۲</sup>، ADF و IPS<sup>۳</sup> هستند که از بین آن‌ها آزمون LLC در اغلب مطالعات به عنوان آزمون مناسب‌تر انتخاب می‌شود. این انتخاب به دلیل مناسب بودن این آزمون برای پنل‌های دارای دوره زمانی کوچک است. همچنین وسترلاند و بریتانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که قدرت LLC از IPS بیشتر است، ضمن آنکه ADF نیز متناسب با ویژگی‌های داده‌های سری زمانی است نه داده‌های تابلویی (پانل دیتا). به همین دلیل در این مطالعه نیز از روش LLC برای آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق استفاده می‌شود.

بعد از مشخص شدن رتبه مانایی (عدم وجود ریشه واحد) متغیرهای تحقیق، شیوه صحیح برآورد الگوی مطالعه باید مشخص شود. در مطالعاتی که از داده‌های پانلی استفاده می‌کنند، لازم است نوع روش برآورد در داده‌های تابلویی مشخص شود. برای این کار، نخست به بحث همگن بودن داده‌های مقاطع پرداخته می‌شود. در صورتی که مقاطع همگن باشند به سادگی می‌توان از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده کرد و در غیر این صورت، ضرورت

1- Augmented DickeyFuller(ADF)

2- Levin, Lin and Chut

3- Im, Pesaran and Shin Wstat

4- Westerlund and Breitung

استفاده از روش داده‌های پانلی ایجاب می‌شود. آماره آزمون جهت آزمون فرضیه به صورت رابطه (۱) است که در آن،  $N$  تعداد مقاطع،  $K$  تعداد متغیرهای توضیحی و  $T$  تعداد مشاهدات در طول زمان است. رد فرضیه صفر بیانگر استفاده از روش پانل است (گرین، ۲۰۰۴).

$$F_{N-1, NT-N-K} = \frac{(R_{UR}^2 - R_{RR}^2)/(N-1)}{(1 - R_{UR}^2)/(NT - N - K)} \quad (1)$$

روش تابلویی مشتعل بر سه نوع تخمین شامل تخمین بین گروهی<sup>۲</sup>، تخمین‌های درون گروهی اثرات ثابت<sup>۳</sup> و تخمین‌های اثرات تصادفی<sup>۴</sup> است. در تخمین بین گروهی رگرسیون روی میانگین‌ها است و معمولاً برای تخمین ضرایب بلندمدت از آن استفاده می‌شود. در تخمین‌های درون گروهی بعد از زمان در نظر گرفته نمی‌شود و تنها اثراتی که مختص هر یک از واحدها است به عنوان اثرات انفرادی منظور می‌شود. در تخمین‌های اثرات تصادفی فرض می‌شود که عرض از مبدا  $\alpha_i$  دارای توزیع مشترکی با میانگین  $\alpha_1$  و واریانس پسماند مدل ( $\sigma_\epsilon^2$ ) است و برخلاف روش قبلی با متغیرهای توضیحی مدل ناهمبسته‌اند. در این روش عامل زمان منظور می‌شود و اثرات انفرادی واحدها (کشورها) در طول زمان به طور جداگانه به عنوان متغیرهای توضیحی وارد مدل می‌شوند (بالتاچی، ۲۰۰۵).

آماره آزمون هاسمن<sup>۵</sup> برای تعیین روش تخمین در داده‌های پانلی به کار می‌رود که آماره آن ( $H$ ) دارای توزیع  $\chi^2$  با درجه آزادی  $K$  (تعداد متغیرهای توضیحی) است و به صورت رابطه (۲) تعریف می‌شود.

$$H = ([b_{FE} - \hat{\beta}_{RE(GLS)}])' \hat{\Psi}^{-1} [b_{FE} - \hat{\beta}_{RE(GLS)}] \quad (2)$$

$$\Psi = \text{Var}[b_{FE}] - \text{Var}[\hat{\beta}_{RE(GLS)}]$$

- 
- 1- Greene
  - 2- Between Groups
  - 3- Fixed Effects
  - 4- Random Effects
  - 5- Hausman Test

در رابطه (۲)،  $b_{FE}$  معرف تخمین‌زننده‌های روش اثرات ثابت و  $\hat{\beta}_{RE(GLS)}$  نشان‌دهنده تخمین‌زننده‌های روش اثرات تصادفی است. این آزمون در حقیقت، آزمون فرضیه ناهمبسته بودن اثرات انفرادی و متغیرهای توضیحی است که طبق آن تخمین‌های حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) (تحت فرضیه  $H_0$  سازگار و تحت فرضیه  $H_1$  ناسازگار) است. در صورتی که فرضیه  $H_0$  رد نشود، روش اثرات تصادفی به روش اثرات ثابت ترجیح داده می‌شود و به عنوان روش مناسب‌تر و کاراتر انتخاب می‌شود در غیر این صورت، روش اثرات ثابت کارا است (گرین، ۲۰۰۴).

## ۵- یافته‌های پژوهش

هدف این مطالعه بررسی تاثیر کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام است. از بین متغیرهای بازار سهام شاخص قیمت سهام و حجم معاملات بازار سهام مینا قرار گرفته است. از آنجا که هیچ یک از این دو شاخص به شکل خام شاخص مناسبی برای توسعه مالی بازار سهام نیست؛ از این رو، تفاوت نرخ رشد قیمت سهام از متوسط نرخ رشد اسمی اقتصاد و تفاوت نرخ رشد حجم معاملات سهام از نرخ رشد حجم معاملات کل اقتصاد (تولید ناخالص داخلی به قیمت اسمی) به عنوان متغیرهای وابسته در این مطالعه به کار رفته‌اند. متغیرهای وابسته معیار مناسبی برای نشان دادن رشد بازدهی و اندازه بازار سهام نسبت به بازدهی و اندازه معاملات کل اقتصاد هستند. بالا بودن حجم معاملات سهام به توسعه و عمق بازار سهام اشاره دارد که نقدشوندگی بالای بازار سهام را تضمین می‌کند، اما مناسب بودن رشد شاخص قیمت سهام لزوماً به مفهوم عمق و توسعه بازار نیست، بلکه شاخصی است که جذابیت بازار سهام برای ورود سرمایه‌گذاران را منعکس می‌کند. در واقع سرمایه‌گذاران با مشاهده رشد مناسب شاخص قیمت سهام بیشتر جذب بازار سهام می‌شوند. این در حالی است که بالا بودن رشد حجم معاملات نسبت به رشد اسمی اقتصاد، نشان‌دهنده عمق بازار سهام بوده و در این بازار نقدشوندگی سهام بالا است. این تضمینی است برای سرمایه‌گذاران است که در هر شرایطی به راحتی می‌توانند دارایی‌های مالی خود را تبدیل به پول نقد یا برعکس کنند. قابلیت نقدشوندگی بالا و جذابیت، دو بال توسعه بازار سهام محسوب می‌شوند (سلمانی و همکاران، ۱۳۹۷). از این رو، به پیروی از مطالعات تجربی دو

الگوی ارائه شده در رابطه‌های (۳) و (۴) برای بررسی تاثیر کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام استفاده شده است.

$$\begin{aligned} \text{RNVLMGDP}_{it} = & \alpha_i + \beta_1 \text{LNVA}_{it} + \beta_2 \text{LNPS}_{it} + \beta_3 \text{LNGE}_{it} \quad (۳) \\ & + \beta_4 \text{LNRG}_{it} + \beta_5 \text{LNRL}_{it} + \beta_6 \text{LNCC}_{it} \\ & + \beta_7 \text{LNFDI}_{it} + \beta_8 \text{LNRGDP}_{it} + \beta_9 \text{LNGS}_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{RNNDX}_{it} = & \alpha'_i + \beta'_1 \text{LNVA}_{it} + \beta'_2 \text{LNPS}_{it} + \beta'_3 \text{LNGE}_{it} \quad (۴) \\ & + \beta'_4 \text{LNRG}_{it} + \beta'_5 \text{LNRL}_{it} + \beta'_6 \text{LNCC}_{it} \\ & + \beta'_7 \text{LNFDI}_{it} + \beta'_8 \text{LNRGDP}_{it} + \beta'_9 \text{LNGS}_{it} + e'_{it} \end{aligned}$$

در رابطه‌های (۳) و (۴)،  $\text{RNVLMGDP}_{it}$  تفاوت نرخ رشد حجم معاملات سهام از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی اسمی کشور  $\text{RNNDX}_{it}$  در سال  $t$ ، تفاوت نرخ رشد شاخص قیمت سهام از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی اسمی کشور  $\text{LNPS}_{it}$  در سال  $t$ ،  $\text{LNVA}_{it}$  لگاریتم طبیعی شاخص حق اعتراض و پاسخگویی کشور  $\text{LNPS}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی شاخص ثبات سیاسی کشور  $\text{LNVA}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی شاخص اثربخشی دولت کشور  $\text{LNRL}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی شاخص کیفیت مقررات کشور  $\text{LNCC}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی شاخص حاکمیت قانون کشور  $\text{LNCC}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی شاخص کنترل فساد کشور  $\text{LNFDI}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی سرمایه گذاری مستقیم خارجی کشور  $\text{LNRGDP}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت کشور  $\text{LNGS}_{it}$  در سال  $t$ ، لگاریتم طبیعی مخارج مصرفی دولت به قیمت ثابت کشور  $\text{LNGS}_{it}$  در سال  $t$  و  $e_{it}$  و  $e'_{it}$  باقیمانده‌های الگوها برای کشور  $\text{AM}$  در سال  $t$  هستند.

متغیرهای  $\text{LNVA}_{it}$ ،  $\text{LNPS}_{it}$ ،  $\text{LNRL}_{it}$ ،  $\text{LNRQ}_{it}$ ،  $\text{LNCC}_{it}$  و  $\text{LNCC}_{it}$  در رابطه‌های (۳) و (۴)، شاخص‌های کیفیت نهادی هستند که برای نخستین بار در سال ۱۹۹۶ توسط کافمن و همکاران (۲۰۰۹) اندازه‌گیری شده است و از سال ۲۰۰۲ به صورت سالیانه

توسط بانک جهانی تحت عنوان شاخص‌های حکمرانی خوب گزارش می‌شود. هر شش شاخص نمره‌ای در بازه [۵/۵، ۲/۲-] دارد و کشوری که دارای نمره بیشتری است، وضعیت بهتری در شاخص مورد بررسی است. در این مطالعه جهت استفاده از فرم لگاریتمی، هر شش شاخص بین [۵-۰] مقیاس‌بندی شده است. بقیه متغیرهای سمت راست رابطه‌های (۳) و (۴) به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل حضور دارند.

رابطه‌های (۳) و (۴) به تفکیک دو گروه کشورهای اسلامی<sup>۱</sup> (۱۰ کشور) و غیراسلامی<sup>۲</sup> (۳۷ کشور) طی دوره زمانی ۲۰۱۶-۲۰۰۲ به روش رگرسیون پانل دیتا<sup>۳</sup> برآورد خواهد شد. تمامی داده‌های این مطالعه از پایگاه داده بانک جهانی اخذ شده است.

بر اساس نتایج آزمون LLC در جدول (۱)، تمامی متغیرها در سطح مانا هستند. بنابراین، رگرسیون‌های مبتنی بر متغیرهای مورد بررسی کاذب نخواهند بود.

جدول ۱- بررسی مانایی متغیرها با استفاده از آزمون LLC

گروه کشورهای غیراسلامی			گروه کشورهای اسلامی		
متغیر	آماره LLC	سطح احتمال	متغیر	آماره LLC	سطح احتمال
RNVLMGDP	-۱۸/۰۸۲۱	۰/۰۰۰۰	LNVMGDP	-۲/۹۶۸۹	۰/۰۰۱۵
LNVA	-۷/۰۰۷۷	۰/۰۰۰۰	LNVA	-۲/۰۴۰۰	۰/۰۲۰۷
LNRQ	-۸/۳۱۵۴	۰/۰۰۰۰	LNRQ	-۱/۹۹۰۰	۰/۰۲۳۳
LNRL	-۶/۴۷۳۷	۰/۰۰۰۰	LNRL	-۲/۳۳۴۹	۰/۰۰۹۸
LNRGDP	-۶/۶۵۲۴	۰/۰۰۰۰	LNRGDP	-۶/۵۶۸۹	۰/۰۰۰۰
LNPS	-۲/۲۱۱۱	۰/۰۱۳۵	LNPS	-۱/۸۰۸۹	۰/۰۳۵۲
LNGS	-۴/۴۰۳۶	۰/۰۰۰۰	LNGS	-۵/۸۰۴۰	۰/۰۰۰۰
LNGE	-۳/۹۹۳۴	۰/۰۰۰۰	LNGE	-۳/۸۴۰۹	۰/۰۰۰۱
LNFDI	-۶/۲۶۷۷	۰/۰۰۰۰	LNFDI	-۶/۸۱۵۸	۰/۰۰۰۰
LNCC	-۲/۴۲۵۳	۰/۰۰۷۶	LNCC	-۳/۸۲۷۹	۰/۰۰۰۱
RNNDX	-۴۸/۲۷۵۹	۰/۰۰۰۰	RNNDX	-۲/۶۹۹۲	۰/۰۰۳۵

ماخذ: یافته‌های پژوهش

- ۱- مصر، اندونزی، مالزی، مراکش، عمان، پاکستان، قطر، ترکیه، امارات متحده عربی و ایران.  
 ۲- آرژانتین، استرالیا، اتریش، بلغارستان، شیلی، چین، کلمبیا، کروواسی، قبرس، جمهوری چک، فرانسه، یونان، هنگ کنگ، مجارستان، هندوستان، ایرلند، ایتالیا، ژاپن، کنیا، لوکزامبورگ، مالت، مکزیک، هلند، نیوزلند، پرو، فیلیپین، پرتغال، رومانی، روسیه، سنگاپور، اسلواکی، اسلونی، آفریقای جنوبی، سریلانکا، تایلند و انگلستان.

### 3- Panel Data Regression



همان طور که بیان شد قبل از برآورد الگوهای که مبتنی بر داده‌های پانل دیتا هستند در ابتدا باید نوع روش تخمین مشخص شود. نتایج آزمون‌های مربوطه در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای الگوهای مطالعه

مدل	گروه کشورها	آزمون	آماره F	آماره کای دو	درجه آزادی	سطح احتمال	نتیجه
RNVLMGDP	غیراسلامی	F لیمر	۱/۲۵۳۶	...	(۳۶/۴۹۹)	۰/۱۵۲۶	همگن بودن مقاطع
		هاسمن	...	...	...	...	...
	اسلامی	F لیمر	۷/۰۰۲۵	...	(۹/۱۳۱)	۰/۰۰۰۰	نا همگن بودن مقاطع
		هاسمن	...	۶۳/۰۲۲۵	۹	۰/۰۰۰۰	کارایی اثرات ثابت
RNNDX	غیراسلامی	F لیمر	۱/۰۱۵۸	...	(۳۶/۴۹۹)	۰/۴۴۶۳	همگن بودن مقاطع
		هاسمن	...	...	...	...	.....
	اسلامی	F لیمر	۹/۲۴۱۷	...	(۹/۱۳۱)	۰/۰۰۰۰	نا همگن بودن مقاطع
		هاسمن	...	۸۳/۱۷۵۵	۹	۰/۰۰۰۰	کارایی اثرات ثابت

ماخذ: یافته‌های پژوهش

بر اساس آزمون F در جدول (۲)، فرضیه صفر مبنی همگنی مقاطع در ارتباط با الگوهای کشورهای اسلامی رد شد. بنابراین، لازم است آزمون هاسمن نیز در مورد الگوهای این گروه از کشورها برای تشخیص نوع روش تخمین پانل بررسی شود. نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که برآورد هر دو الگوی این گروه کشورها به روش اثرات ثابت نسبت به اثرات تصادفی نتایج کاراتری را منجر می‌شود (جدول (۲)). بر همین اساس، ضرورت دارد الگوی مطالعه برای هر دو گروه از کشورهای مورد مطالعه به روش اثرات ثابت برآورد شود. همچنین بر اساس آزمون F، در ارتباط با دو الگوی کشورهای غیراسلامی، فرضیه صفر مبنی بر همگن بودن مقاطع پذیرفته می‌شود. بنابراین، الگوهای این گروه از کشورها باید به روش اثرات تلفیقی برآورد شود. نتایج حاصل از برآورد الگوی مطالعه برای هر دو گروه از کشورهای اسلامی و غیراسلامی به ترتیب در جدول‌های (۳) و (۴) ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج برآورد الگوی تحقیق به تفکیک گروه کشورهای اسلامی

متغیر وابسته		RNVLMGDP <sub>it</sub>		
روش برآورد		اثرات تلفیقی		
گروه		کشورهای غیر اسلامی		
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره F	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۰۰۴۷	۰/۰۳۵۶	۰/۱۳۰۸	۰/۸۹۶۰
LNVA <sub>it</sub>	۰/۰۱۵۷	۰/۰۰۵۵	۲/۸۳۳۹	۰/۰۰۴۸
LNPS <sub>it</sub>	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۲۵	۱/۸۱۶۹	۰/۰۶۹۸
LNGE <sub>it</sub>	۰/۰۲۲۶	۰/۰۱۲۹	۱/۸۴۹۹	۰/۰۸۰۷
LNRQ <sub>it</sub>	۰/۰۱۳۶	۰/۰۰۸۷	۱/۵۷۰۲	۰/۱۱۷۰
LNRL <sub>it</sub>	۰/۰۵۴۱	۰/۰۰۹۲	۵/۹۱۴۴	۰/۰۰۰۰
LNCC <sub>it</sub>	۰/۰۳۱۸	۰/۰۱۲۹	۲/۴۷۲۶	۰/۰۱۳۷
LNFDI <sub>it</sub>	۰/۰۱۷۷	۰/۰۱۱۸	۱/۴۹۷۳	۰/۱۳۴۹
LNRGDP <sub>it</sub>	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۰۳	۱۴/۸۶۴۰	۰/۰۰۰۰
LNGS <sub>it</sub>	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۳	۳/۳۴۱۳	۰/۰۰۰۹
ضریب تعیین	۰/۵۱۳۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۰۵۳			
آماره F	۶۲/۸۴۴۳			
سطح احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰			
آماره D-W	۱/۸۹۹۷			
متغیر وابسته		RNNDX <sub>it</sub>		
گروه		کشورهای غیر اسلامی		
روش برآورد		اثرات تلفیقی		
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره F	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۲۱۷۰	۰/۰۶۰۴	۳/۵۹۱۷	۰/۰۰۰۴
LNVA <sub>it</sub>	۰/۰۳۰۳	۰/۰۰۸۹	۳/۴۱۷۷	۰/۰۰۰۷
LNPS <sub>it</sub>	۰/۰۱۸۳	۰/۰۰۵۰	۳/۶۴۲۵	۰/۰۰۰۳
LNGE <sub>it</sub>	۰/۰۱۲۳	۰/۰۱۷۳	۰/۸۱۲۱	۰/۴۷۶۷
LNRQ <sub>it</sub>	۰/۰۰۶۷	۰/۰۱۳۰	۰/۵۱۷۸	۰/۶۰۴۸
LNRL <sub>it</sub>	۰/۰۸۶۵	۰/۰۱۴۷	۵/۹۰۱۸	۰/۰۰۰۰
LNCC <sub>it</sub>	۰/۰۶۹۷	۰/۰۱۴۲	۴/۹۰۱۴	۰/۰۰۰۰
LNFDI <sub>it</sub>	۰/۰۸۴۱	۰/۰۱۹۳	۴/۳۶۳۸	۰/۰۰۰۰
LNRGDP <sub>it</sub>	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۰۳	۱۳/۲۳۹۶	۰/۰۰۰۰
LNGS <sub>it</sub>	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۴	۴/۰۱۲۸	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۶۲۶			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۵۳۶			
آماره F	۵۱/۱۷۱۴			
سطح احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰			
آماره D-W	۱/۹۵۰۸			

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۴- نتایج برآورد الگوی تحقیق به تفکیک گروه کشورهای غیراسلامی

متغیر وابسته		RNVLMGDP <sub>it</sub>		
روش برآورد		اثرات ثابت		
گروه		کشورهای اسلامی		
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره F	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۵۴۷۹	۰/۱۱۳۳	۴/۸۳۵۴	۰/۰۰۰۰
LNVA <sub>it</sub>	۰/۰۲۶۹	۰/۰۱۸۲	۱/۴۸۰۰	۰/۱۴۱۳
LNPS <sub>it</sub>	۰/۰۱۴۱	۰/۰۰۲۰	۶/۹۲۹۸	۰/۰۰۰۰
LNGE <sub>it</sub>	۰/۰۲۵۷	۰/۰۱۸۴	۱/۳۹۴۰	۰/۱۶۵۷
LNQR <sub>it</sub>	۰/۰۱۵۲	۰/۰۲۳۹	۰/۶۳۷۰	۰/۵۲۵۲
LNRL <sub>it</sub>	۰/۰۰۴۰	۰/۰۲۱۴	۰/۱۸۸۴	۰/۸۵۰۸
LNCC <sub>it</sub>	۰/۱۲۲۲	۰/۰۱۰۳	۱۱/۸۴۵۶	۰/۰۰۰۰
LNFDI <sub>it</sub>	۰/۱۳۶۵	۰/۰۳۶۶	۶/۴۶۶۲	۰/۰۰۰۰
LNRGDP <sub>it</sub>	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۰۲	۱۹/۴۱۸۱	۰/۰۰۰۰
LNCS <sub>it</sub>	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۲۶	۲/۰۵۳۴	۰/۰۴۲۰
ضریب تعیین	۰/۸۵۹۳			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۴۰۰			
آماره F	۴۴/۴۴۲۶			
سطح احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰			
آماره D-W	۱/۹۴۶۳			
متغیر وابسته		RNNDX <sub>it</sub>		
گروه		کشورهای اسلامی		
روش برآورد		اثرات ثابت		
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره F	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۳۲۷۷	۰/۰۵۵۰	۵/۹۶۴۴	۰/۰۰۰۰
LNVA <sub>it</sub>	۰/۰۵۵۹	۰/۰۲۸۶	۱/۹۵۳۷	۰/۰۵۲۹
LNPS <sub>it</sub>	۰/۰۰۹۱	۰/۰۰۲۰	۴/۵۱۷۶	۰/۰۰۰۰
LNGE <sub>it</sub>	۰/۱۲۳۴	۰/۰۲۶۶	۴/۶۴۶۴	۰/۰۰۰۰
LNQR <sub>it</sub>	۰/۰۹۸۵	۰/۰۱۹۲	۵/۱۱۷۸	۰/۰۰۰۰
LNRL <sub>it</sub>	۰/۰۳۸۶	۰/۰۲۵۷	۱/۵۰۰۶	۰/۱۳۵۹
LNCC <sub>it</sub>	۰/۱۵۸۰	۰/۰۱۷۳	۹/۱۱۸۰	۰/۰۰۰۰
LNFDI <sub>it</sub>	۰/۱۸۴۶	۰/۰۱۹۰	۹/۷۰۶۴	۰/۰۰۰۰
LNRGDP <sub>it</sub>	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۰۳	۱۰/۱۸۶۲	۰/۰۰۰۰
LNCS <sub>it</sub>	۰/۰۱۳۹	۰/۰۰۵۹	۲/۳۷۲۶	۰/۰۱۹۱
ضریب تعیین	۰/۸۳۳۶			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۱۰۷			
آماره F	۳۶/۴۵۳۴			
سطح احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰			
آماره D-W	۱/۹۵۰۰			

ماخذ: یافته‌های پژوهش

بر اساس مقدار آماره  $F$  و سطح احتمال آن، الگوهای برآورد شده برای هر دو گروه از کشورهای اسلامی و غیراسلامی به طور کلی از نظر آماری معنادار است. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده متغیرهای مستقل در گروه کشورهای اسلامی حدود ۸۴ درصد و در کشورهای غیراسلامی ۵۰/۵۳ درصد از تغییرات تفاوت نرخ رشد حجم معاملات بازار سهام از نرخ رشد کل معاملات را توضیح می‌دهد. همچنین قدرت توضیح‌دهندگی در الگوهای مرتبط با نرخ رشد شاخص قیمت سهام در گروه کشورهای اسلامی و غیراسلامی به ترتیب برابر با ۴۵/۳۶ درصد و ۸۱/۰۷ درصد است. همچنین مقادیر آماره دوربین واتسون ( $D-W$ ) در هر چهار برآورد صورت گرفته حاکی از عدم همبستگی پسماندهای الگوی برآورد شده است.

بر اساس دو جدول (۳) و (۴)، در گروه کشورهای غیراسلامی (جدول (۴)) متغیر کیفیت مقررات ( $LNRQ$ ) و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ( $LNFDI$ ) از نظر آماری تاثیر معناداری بر تفاوت نرخ رشد حجم معاملات بازار سهام از نرخ رشد حجم معاملات کل اقتصاد ندارد. همچنین در گروه کشورهای اسلامی (جدول (۳)) متغیرهای حق اعتراض و پاسخگویی ( $LNVA$ )، اثربخشی دولت ( $LNGE$ )، کیفیت مقررات ( $LNRQ$ ) و حاکمیت قانون ( $LNRL$ ) از نظر آماری تاثیر معناداری بر نرخ رشد حجم معاملات بازار سهام ندارد. بر مبنای نتایج، در گروه کشورهای غیراسلامی به ازای یک درصد بهبود در شاخص حق اعتراض و پاسخگویی، حجم معاملات سهم نسبت به حجم معاملات کل اقتصاد ۰/۰۱۵۷ درصد بیشتر رشد خواهد کرد. همچنین بهبود یک درصدی شاخص‌های ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، حاکمیت قانون و کنترل فساد در کشورهای غیراسلامی به ترتیب منجر به افزایش ۰/۰۰۴۵، ۰/۰۲۲۶، ۰/۰۵۴۱ و ۰/۰۳۱۸ حجم معاملات سهام نسبت به حجم معاملات کل اقتصاد می‌شود. در گروه کشورهای اسلامی نیز با رشد یک درصدی تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت و مخارج مصرف‌نهایی دولت به قیمت ثابت، حجم معاملات بازار سهام نسبت به حجم معاملات کل اقتصاد به ترتیب ۰/۰۰۴۸ و ۰/۰۰۱۰ درصد رشد می‌کند. همچنین در گروه کشورهای اسلامی، حجم معاملات بازار سهام نسبت به معاملات کل اقتصادی با بهبود یک درصدی در شاخص ثبات سیاسی و کنترل فساد به ترتیب ۰/۰۱۴۱ و ۰/۱۲۲۲ درصد رشد پیدا می‌کند. علاوه بر این‌ها، حجم معاملات سهام نسبت به حجم معاملات کل اقتصاد در کشورهای اسلامی با افزایش یک درصدی

در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت و مخارج مصرف نهایی دولت به قیمت ثابت به ترتیب ۰/۲۳۶۵، ۰/۰۰۳۹ و ۰/۰۰۵۳ درصد رشد خواهد کرد. بر اساس جدول (۴) در گروه کشورهای غیراسلامی متغیرهای اثربخشی دولت (LNGE) و کیفیت مقررات (LNRQ) تاثیر معناداری بر تفاوت نرخ رشد قیمت سهام از متوسط نرخ رشد واقعی اقتصاد ندارد. در گروه کشورهای اسلامی (جدول (۳)) شاخص حاکمیت قانون (LNRL) تاثیر معناداری بر تفاوت نرخ رشد قیمت سهام از متوسط نرخ رشد واقعی اقتصاد ندارد. در گروه کشورهای اسلامی با افزایش یک درصدی در شاخص‌های حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات و کنترل فساد به ترتیب ۰/۰۵۵۹، ۰/۰۰۹۱، ۰/۱۲۳۴، ۰/۰۹۸۵ و ۰/۱۵۸۰ درصد بازده قیمت سهام نسبت به متوسط بازده اسمی کل اقتصاد رشد خواهد کرد. در گروه کشورهای غیراسلامی نیز تفاوت نرخ رشد شاخص قیمت سهام از متوسط نرخ بازدهی اسمی کل اقتصاد با بهبود یک درصدی در شاخص حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی و کنترل فساد به ترتیب ۰/۰۳۰۳، ۰/۰۱۸۳ و ۰/۰۶۹۷ افزایش پیدا می‌کند. همچنین در گروه کشورهای غیراسلامی، افزایش یک درصدی در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت و مخارج مصرف نهایی دولت به قیمت ثابت به ترتیب باعث افزایش ۰/۰۸۴۱، ۰/۰۰۴۲ و ۰/۰۰۱۵ درصدی بازدهی بازار سهام نسبت به متوسط بازدهی کل اقتصاد می‌شود. این ارقام در گروه کشورهای اسلامی نیز به ترتیب برابر با ۰/۱۸۴۶، ۰/۰۰۳۴ و ۰/۰۱۳۹ درصد است.

در تحلیل نتایج به دست آمده، مطابق مبانی نظری، حق اظهار نظر و پاسخگویی دولت موجب تقویت آگاهی‌های عمومی و شفافیت اقتصادی و اجتماعی می‌شوند. در این حالت سرمایه‌گذاران قدرت لازم برای نقد سیاست‌های اقتصادی نادرست و مقابله با تغییرات نابجا در قوانین را دارند. این موضوع به خوبی در گروه کشورهای غیراسلامی که در آنها شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی از وضعیت مناسب‌تری نسبت به گروه کشورهای اسلامی برخوردار است (گزارش‌های مختلف<sup>۱</sup>) کاملاً مشهود است. البته در مورد گروه کشورهای اسلامی حق اظهار نظر و پاسخگویی در رشد حجم معاملات بازار سهام تاثیر معناداری نداشته است، اما نرخ رشد شاخص قیمت سهام تحت افزایش یک درصدی

شاخص حق اظهار نظر و پاسخگویی در گروه کشورهای اسلامی بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی است.

بر اساس نتایج تاثیر شاخص ثبات سیاسی بر رشد حجم معاملات و قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری است؛ این تاثیر در گروه کشورهای اسلامی به مراتب بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی بود. در مجموع نااطمینانی سیاسی با بی‌ثباتی سیاسی باعث افزایش ریسک سیاسی در کشورها شده و در نتیجه این امر کاهش سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی و در نتیجه تنزل شاخص‌های بازار سهام رخ می‌دهد. این موضوع در گروه کشورهای اسلامی که آبهستن چالش‌ها و رخدادهای مختلف سیاسی با منشأ داخلی و خارجی هستند، بسیار حائز اهمیت است و در واقع ثبات سیاسی این کشورها از مهم‌ترین ارکان سرمایه‌گذاری در بنگاه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی محسوب می‌شود. این در حالی است که مطابق با گزارش‌های ICRG در گروه کشورهای غیراسلامی از ثبات بیشتری برخوردار هستند و در این کشورها کمتر ریسک‌های سیاسی مطرح است.

اثربخشی دولت اشاره به سیاست‌گذاری دولت برای حمایت از سیستم بازار و همچنین توانایی دولت در اجرای سیاست‌های صحیح و ایجاد دولتی کارآمد در اداره امورات کشور دارد. ضریب شاخص اثربخشی دولت برای گروه کشورهای غیراسلامی در مدل رشد حجم معاملات بازار سهام و برای گروه کشورهای اسلامی در مدل رشد قیمت سهام مثبت و از نظر آماری معنادار بود. این نشان می‌دهد که در گروه کشورهای اسلامی اثربخشی سیاست‌های دولت معطوف به بهبود شاخص قیمت و بازده بازار است که مقوله کوتاه‌مدت محسوب می‌شود، اما در گروه کشورهای غیراسلامی اثربخشی سیاست‌های دولت بر بهبود حجم معاملات بازار سهام (افزایش اندازه بازار) متمرکز است که یک رویکرد و مولفه بلندمدت محسوب می‌شود. در واقع، در کشورهای اسلامی، دولت‌ها به صورت مستقیم و غیرمستقیم سعی در افزایش شاخص قیمت و بازده سهام دارند، اما در کشورهای غیراسلامی چندان رشد شاخص سهام مدنظر نبوده و بیشتر تاکید بر افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها از طریق جذب سرمایه‌گذاران جدید در بازار سهام است.

بر اساس نتایج، بهبود شاخص کیفیت قانون و مقررات فقط در گروه کشورهای اسلامی باعث بهبود نرخ رشد قیمت سهام در مقایسه با متوسط نرخ بازدهی کل اقتصاد می‌شود. این نشان می‌دهد که با تقویت بخشی خصوصی از طریق ارتقای کیفیت قانون و مقررات، قیمت

سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام گروه کشورهای اسلامی افزایش خواهد یافت. در گروه کشورهای اسلامی نسبت به کشورهای غیراسلامی شاخص کیفیت و مقررات در سطح پایین تری قرار دارد. شاخص حاکمیت قانون به سیستم قضایی و پاسخگویی سیستم دولتی اشاره دارد و به محافظت و تضمین قوانین سرمایه‌گذاری برمی‌گردد که در آن همه افراد، نهادها و حتی دولت به قوانینی که به‌طور یک‌جانبه اجرا و به صورت مستقل تصویب شده است، پاسخگو هستند. این شاخص در گروه کشورهای اسلامی بر حجم معادلات و قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد، اما در گروه کشورهای اسلامی از نظر آماری معنادار نیست. این نشان می‌دهد که حاکمیت قانون در کشورهای گروه غیراسلامی از سطح مناسبی در مقایسه با گروه کشورهای اسلامی برخوردار هستند و چنین حاکمیتی باعث شده است که قوانین و حقوق سرمایه‌گذاران در بازار سهام رعایت شود، اما در گروه کشورهای اسلامی به دلیل چالش‌ها و تناقض‌های قانونی در هدایت صحیح سرمایه‌گذاری‌های مولد و تخصیص صحیح منابع، شاخص حاکمیت قانون بر متغیرهای بازار سهام به صورت معنادار تاثیر گذار نیست.

بالا رفتن فساد در میان مقامات رسمی و عدم اثربخشی تدابیر ضد فساد، پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی و... باعث ایجاد هزینه‌های تولید و همچنین کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش مالیات و افزایش ناتوانی دولت در انجام وظایف زیر بنایی و کاهش جذابیت‌های اقتصادی برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و به تبع آن کاهش رشد شاخص‌های بازار سهام خواهد شد. به همین دلیل است که در هر دو گروه کشورهای اسلامی و غیراسلامی، بهبود شاخص کنترل فساد تاثیر مثبت و معناداری بر قیمت و حجم معاملات سهام دارد با این تفاوت که این اثر در گروه کشورهای اسلامی به مراتب بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی است. دلیل این امر نیز به تفاوت حجم فساد اقتصادی در کشورهای غیراسلامی و کشورهای اسلامی برمی‌گردد. در کشورهای غیراسلامی شاخص کنترل فساد نسبت به کشورهای اسلامی در وضعیت بهتری قرار دارد؛ بنابراین، کنترل فساد در کشورهای اسلامی یک ضرورت برای توسعه بازارهای مالی به‌ویژه بازار سهام تلقی می‌شود.

مقایسه ضرایب متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و رشد مخارج مصرفی دولت بر توسعه بازار سهام در گروه کشورهای اسلامی بیشتر از

گروه کشورهای غیراسلامی است، اما تاثیر افزایش تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت در گروه کشورهای غیراسلامی بیشتر از گروه کشورهای اسلامی توسعه بازدهی و اندازه معاملات بازار سهام را منجر می‌شود. بر اساس تحقیقات بایراکتر<sup>۱</sup> (۲۰۱۳)، عزیز (۲۰۱۸)، بادی و امبی (۲۰۱۷) رشد تولید ناخالص داخلی شاخصی برای اندازه بازار کل اقتصاد بوده و با افزایش آن سرمایه‌گذار در بورس انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری خواهد داشت. این موضوع در مطالعه حاضر نیز تایید شده است. تاثیر مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر رشد بازدهی و اندازه معاملات بازار سهام سازگار با نتایج بیلی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸)، عزیز (۲۰۱۸) است. هزینه‌های مصرفی دولت نیز هم از طریق تحریک تقاضای کل اقتصاد منجر به افزایش تقاضای محصولات شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام می‌شود و همین امر باعث افزایش قیمت سهام و همچنین حجم معاملات در بازار سهام می‌شود.

دلیل اینکه در گروه اسلامی مخارج مصرف نهایی دولت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در توسعه معاملات بازار سهام و افزایش بازدهی این بازار در مقایسه با گروه کشورهای غیراسلامی برجسته است به این موضوع برمی‌گردد که کشورهای اسلامی مورد بررسی نیازمند فناوری و دانش ناشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هستند و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از یک سو با سرریز دانش و فناوری، بهره‌وری و سودآوری بنگاه‌های اقتصادی را بهبود می‌دهد و از سوی دیگر، حضور سرمایه‌گذاران خارجی در هر کشوری به مفهوم وجود امنیت و ثبات سیاسی و اقتصادی تلقی می‌شود. این امر به تنهایی برای تحریک سرمایه‌گذاران جهت حضور فعال در بازار سهام بسیار سودمند است.

کشورهای گروه اسلامی از بازارهای سهام توسعه یافته برخوردار نیستند؛ از این رو، بازار سهام در این کشور نماینده مناسبی از کل اقتصاد نیست، اما در کشورهای گروه غیراسلامی که به طور عمده توسعه یافته هستند و از بازارهای سهام توسعه یافته برخوردار هستند، بازار سهام نماینده مناسبی برای انعکاس تحولات واقعی کل اقتصاد محسوب می‌شود و به همین دلیل با افزایش اندازه واقعی اقتصاد در گروه کشورهای غیراسلامی، بازار سهام آن‌ها نیز بیشتر رشد می‌کند، چون بنگاه‌های اقتصاد که افزایش سطح تولیدات اقتصادی را رقم زده‌اند، عمدتاً در بازار سهام حضور دارند.

1- Bayraktar

2- Bailey



## ۶- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه بررسی تاثیر مولفه‌های کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام در گروه کشورهای اسلامی و غیراسلامی بود. در این مطالعه از شاخص‌های حکمرانی خوب به عنوان متغیرهای کیفیت نهادی بهره گرفته شد. این شاخص‌ها شامل حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد است. در کنار این شاخص‌ها، تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اندازه واقعی اقتصاد (تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت) و هزینه‌های مصرف نهایی دولت به قیمت ثابت نیز بر تفاوت رشد قیمت سهام از نرخ رشد متوسط بازدهی واقعی کل اقتصاد و تفاوت نرخ رشد حجم معاملات در بازار سهام از نرخ رشد کل حجم معاملات اقتصادی دو الگوی مجزا به روش رگرسیونی پانل دیتا برای ۱۰ کشور اسلامی و ۳۷ کشور غیراسلامی طی دوره زمانی ۲۰۱۶-۲۰۲۰ بررسی شد.

نتایج مطالعه نشان داد که در هر دو گروه کشورهای اسلامی و غیراسلامی بهبود شاخص‌های کیفیت نهادی تاثیر مثبت و معناداری بر رشد قیمت سهام در مقایسه با رشد متوسط بازدهی کل اقتصاد و رشد حجم معاملات سهام در مقایسه با رشد حجم معاملات کل اقتصاد دارد. هر چند که برخی از زیرشاخص‌های کیفیت نهادی در گروه کشورهای اسلامی و غیراسلامی از نظر آماری معنادار نیست، اما به صورت کلی بهبود شاخص‌های کیفیت نهادی به توسعه معاملات سهام و رشد قیمت سهام در گروه کشورهای اسلامی بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی منجر می‌شود. این امر به تنهایی نشان‌دهنده این است که سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان اقتصادی در کشورهای اسلامی باید بیشتر بر بهبود کیفیت نهادی متمرکز شوند.

بر اساس ضرایب برآورد شده در گروه کشورهای اسلامی، جهت افزایش حجم معاملات بازار سهام نسبت به معاملات کل اقتصادی باید کنترل فساد به شدت مورد توجه قرار گیرد و در وهله بعد بر ثبات سیاسی تمرکز شود. در جهت افزایش نرخ رشد قیمت سهام نسبت به بازدهی متوسط کل اقتصاد نیز لازم است به ترتیب اولویت بر کنترل فساد، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حق اعتراض و پاسخگویی و ثبات سیاسی تمرکز شود. بر مبنای ضرایب الگوهای برآورد شده برای گروه کشورهای غیراسلامی، سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان برای افزایش حجم معاملات بازار سهام نسبت به معاملات کل

اقتصاد باید به ترتیب اولویت بر حاکمیت قانون، کنترل فساد، اثربخشی دولت، حق اعتراض و پاسخگویی و ثبات سیاسی و جهت بهبود نرخ رشد قیمت سهام نسبت به متوسط بازدهی کل اقتصاد نیز به ترتیب اولویت باید بر کنترل فساد، حق اعتراض و پاسخگویی و ثبات سیاسی تمرکز کنند.

رشد اندازه واقعی اقتصاد (تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت) و مخارج مصرف نهایی دولت در هر دو گروه از کشورهای اسلامی و غیراسلامی باعث افزایش حجم معاملات بازار سهام و رشد قیمت سهام می‌شود. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز در هر دو گروه از کشورهای مورد بررسی باعث افزایش قیمت سهام و افزایش حجم معاملات سهام در کشورهای اسلامی می‌شود. موضوع مهم در این تاثیرگذاری‌ها این است که به دلیل اینکه بازار سهام در کشورهای غیراسلامی به نسبت کشورهای اسلامی توسعه یافته‌تر است، اثرات تغییرات اندازه واقعی اقتصاد در این کشورها بهتر از کشورهای اسلامی در بازار سهام از نظر رشد قیمت سهام و حجم معاملات منعکس می‌شود، اما در گروه کشورهای اسلامی نیز تاثیرات مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و مخارج مصرفی نهایی دولت به قیمت ثابت بر قیمت سهام و حجم معاملات بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی است. این امر به این دلیل است که بنگاه‌های اقتصادی در گروه کشورهای اسلامی از اثرات سرریز فناوری و دانش ناشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیشتر منتفع می‌شوند و حضور سرمایه‌گذاران خارجی به صورت مستقیم در بنگاه‌های اقتصادی نیز خود علامت مثبتی برای سرمایه‌گذاران در بازار سهام محسوب می‌شود. همچنین در کشورهای اسلامی نقش دولت در اقتصاد نسبت به کشورهای غیراسلامی پررنگ‌تر است و به همین دلیل است که افزایش مخارج دولت در گروه کشورهای اسلامی، تاثیر بیشتری بر متغیرهای بازار سهام دارد.

بر اساس نتایج، در گروه کشورهای غیراسلامی کیفیت مقررات و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و در گروه کشورهای اسلامی نیز شاخص‌های حق اعتراض و پاسخگویی، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات و حاکمیت قانون تاثیر معناداری بر نرخ رشد حجم معاملات بازار سهام ندارند. همچنین در گروه کشورهای غیراسلامی نیز اثربخشی دولت و کیفیت مقررات در کشورهای اسلامی نیز شاخص حاکمیت قانون تاثیر معناداری بر شاخص قیمت سهام ندارند.

بر اساس نتایج ارائه شده، پیشنهاد می‌شود در کشورهای اسلامی بر بهبود کیفیت نهادی متمرکز شود. در این بین، بیش از هر چیزی ضرورت دارد کنترل فساد اقتصادی و اداری به صورت جدی دنبال شود. در کشورهای اسلامی دولت نقش حاکمیتی و تصدی گرانه مختلفی را دارد که بهبود اثربخشی چنین مداخلاتی می‌تواند توسعه بازار سهام را رقم بزند. کیفیت مقررات، حق اعتراض و پاسخگویی و ثبات سیاسی حوزه‌های دیگری هستند که کشورهای اسلامی باید در راستای بهبود آن‌ها با هدف توسعه مالی باید گام بردارند. در کل کشورهای اسلامی به صورت عملی با ملاحظه آموزه‌های دینی از تجربه کشورهای غیراسلامی توسعه یافته در امر مدیریت کلان جامعه به نحو مطلوب و در حد کمال استفاده کنند تا از طریق بهبود هر چه بیشتر کیفیت نهادی موجبات رشد اقتصادی را فراهم کنند.

## منابع

- اسمیت، آدام (۱۷۷۶). *ثروت ملل*، ترجمه سیروس ابراهیم زاده، (۱۳۵۷). چاپ سوم. تهران: پیام.
- پایتختی اسکویی، سید علی، پور کریم، ولی و طبقچی اکبری، لاله (۱۳۹۰). بررسی تاثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه: شواهدی از ایران و کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی، *مطالعات اقتصادی*، دوره ۲، شماره ۲، ۱۳۷-۱۱۲.
- جانجی، سیاوش (۱۳۹۷). بررسی تاثیر سطوح مختلف نهادی بر جذب سرمایه گذاری خارجی در کشورهای حوزه سند چشم‌انداز، *فصلنامه مجلس و راهبرد*، دوره ۲۵، شماره ۹۳، ۳۰۷-۳۴۴.
- حسینی، سید یعقوب و حسینی، سید مصیب (۱۳۹۶). بررسی تاثیر ثبات سیاسی و کنترل فساد بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی مورد مطالعه: کشورهای منطقه منا، *سیاستهای مالی و اقتصادی*، دوره ۵، شماره ۱۷، ۱۶۸-۱۴۵.
- حشمتی مولایی، حسین (۱۳۸۳). عوامل موثر بر توسعه مالی در نظام بانکداری ایران، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۱۳، ۸۸-۵۵.
- حیدری، حسن، علی‌نژاد، رقیه و اصغری، رعنا (۱۳۹۳). رابطه بین حاکمیت قانون و نرخ تورم: شواهدی از کشورهای منتخب منطقه منا، *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، دوره ۱۹، شماره ۶۰، ۱۳۲-۱۰۱.
- سلمانی، یونس (۱۳۹۷). نقش اندازه و ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های (ترازنامه) دولت در اقتصاد ایران، دانشگاه تربیت مدرس، رساله دکتری، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- سلمانی، یونس، یاوری، کاظم، سحابی، بهرام و اصغرپور، حسین (۱۳۹۷). اثرات انواع بدهی‌های دولت بر بازار سهام در ایران: ضرورت توسعه ابزارهای مالی اسلامی دولتی، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال یازدهم، شماره ۴۲، ۱۳۵-۹۶.
- عیسی زاده سعید و احمدزاده، اکبر (۱۳۸۸). بررسی اثر عوامل نهادی بر رشد اقتصادی با تاکید بر نهادهای حاکمیتی (مطالعه موردی بین کشوری برای دوره ۱۹۹۶-۲۰۰۵)، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، دوره ۱۳، شماره ۴۰، ۲۸-۱.
- فیضی ینگجه، سلیمان، حکمتی فرید، صمد و یحوی میاوقی، صبا (۱۳۹۶). تاثیر رانت منابع نفتی بر شاخص‌های حکومت‌داری خوب در کشورهای صادرکننده نفت، *فصلنامه*

پژوهش‌های اقتصادی ایران، دوره ۲۲، شماره ۷۱، ۲۱۸-۱۸۹.

قادری، کاوه و قادری، سامان (۱۳۹۶). بررسی تاثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های نوین در

حسابداری و حسابداری، دوره ۱، شماره ۳، ۱۷۰-۱۴۵.

- Acemoglu, D., Robinson, J. (2010). The role of institutions in growth and development. *Review of Economics and Institutions*, 1, 1-33.
- Alonso, J., Garcimartín, C. (2009). The determinants of institutional quality. More on the Debate, *Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham*, 09/04, 1-31.
- Aziz, O. Gh. (2018). Institutional quality and FDI inflows in Arab economies, *Finance Research Letters, Elsevier*, 25, 111-123.
- Bailey, N. (2018). Exploring the relationship between institutional factors and FDI attractiveness: A meta-analytic review, *International Business Review*, 27, 139-148.
- Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Inc., (Eds), New York
- Bayraktar, N. (2013). Foreign direct investment and investment climate, *Journal of Procedia Economics and Finance*, 5, 83-92.
- Boadi, I., Amegbe, H. (2017). The Link between Quality of Governance and Stock Market Performance: International Level Evidence, *European Journal of Government and Economics*, 6, 78-101.
- Bruno, V., Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19, 61-82
- Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, 72(1), 321-334.
- Caves, R. (1974). Multinational firms, competition and productivity in the host country, *Economica*, 41, 176-93.
- Chatziantonio, I., Duffy, D. D., & Filis, G. (2013). Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence. *Economic Modelling*, 30, 754-769.
- Chen, C. W., Chen, Z., Wei, J. K. C. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15, 273-289.
- Chiou, W. J. P., Lee, A. C., Lee, C. F. (2010). Stock return, risk, and legal environment around the world. *International Review of Economics and Finance*, 19, 95-105.
- Durnev, A., Han Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60, 61-93.
- Erigit, S. (2010). Financial development and institutions: A literature review. *Anadolu University Journal of Social Sciences*, 10(2), 111-122.
- Frank, O. K., Agyenim, B., Emmanuel, A. (2018). The impact of stringent insider trading laws and institutional quality on cost of capital, *International Review of Financial Analysis*, 60, 127-137.
- Giannetti, M., Koskinen, Y. (2010). Investor protection, equity returns, and financial globalization. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 135-168.
- Greene, wh, (2004). *Econometric Analysis*, Macmillan Publishing Company, New York University.

- Hail, L., Leuz, C. (2003). International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? *ECGI—Law Working Paper 15/2003*, Brussels.
- Hooper, V., Sim, A. B, Uppal, A, (2009). Governance and stock market performance, *Economic Systems*, 33, 93-116.
- Irland, P.N. (1994). Money and Growth: An Alternative Approach. *American Economic Review*, 84(1): 47-65.
- Kauffman, D., Kraay, A., Mastruzzi, M. (2006). Governance matters V: Governance indicators 1996–2005, *The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team*.
- Klapper, L., Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-723.
- Laopodis, N (2013). Monetary policy and stock market dynamics across monetary regimesq. *Journal of International Money and Finance*, 33(2013): pp 381–406
- Laporta, R., lopez-de-silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Laporta, R., Lopez-de-silones, F., Shleifer, A. & Vishny R. (1997). Legal Determinant of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Malcus, R., & Persson, M. (2018). The Impact of Foreign Direct Investment on the Stock Market Development in Sweden.
- Paresh Kumar, N., Susan Sunila, Sh and Kannan S. (2015) .Can governance quality predict stock market returns? New global evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 367-380
- Patrick, H.T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development Cultural Change*, 174- 189.
- Rodrik, D. (2000). Institutions and high-quality growth: what are they and how to get them, *Studies in Comparative International Development*, 35, 3-31.
- Stiglitz, J. E. (1993). The role of the state in financial markets. *The World Bank Economic Review*, 7(suppl\_1), 19-52.
- Yung, B. (2011). Dose democracy Foster Financial Development? An Empirical Analysis. *Economic Letters*, 112(3), 262-265.