Journal of Advances in Finance and Investment
Volume 5, Issue 4, 2024
pp. 59-84.
Paper type: Research paper

The effect of institutional quality on the relationship between corruption control and stock market development in selected Countries

Asghar Karimi Khorami[1]

Received: 10/02/2023 Accepted: 15/09/2024

Extended Abstract

Introduction

Regarding the role of institutional quality in the effect of rent on financial development, it has been done. Rent is one of the forms of corruption in organizations and companies and does not include all corruption. Also, the results of previous studies support the negative relationship between corruption and institutional quality and show that institutions become weaker as corruption increases. Also, the results of some previous studies indicate that the effect of corruption is moderated by institutional quality. Meanwhile, according to the researcher's studies, the impact of corruption on stock markets has been less investigated and the analysis of the role of institutional quality in the relationship between corruption and stock markets has been neglected. Therefore, this research gap is considered, to fill this gap, the present research investigates the effect of institutional quality in the relationship between corruption control and stock market development in selected countries.

Literature Review

The theoretical literature about the relationship between the phenomenon of corruption and economic growth can be divided into two groups. The first group are theories that believe that corruption can lead to increased economic growth by circumventing inefficient and inflexible laws and regulations imposed by the government - especially in less developed countries. But the second group are the theories that consider corruption as a force that harms the proper functioning of the markets and in this way causes the reduction of economic growth. Corruption

1. Department of Accounting, Abarkouh Branch, Islamic Azad University, Abarkouh, Iran. (Corresponding Author). Karimi4946@gmail.com

How to cite this paper: Karimi Khorami, A. (2024). The effect of institutional quality on the relationship between corruption control and stock market development in selected Countries. *Advances in Finance and Investment, 5*(4), 59-84. [In Persian]

https://doi.org/10.71729/afi.2024.1088504

reduces growth through its negative effect on investment in physical capital, human capital, and political instability, and this negative effect of corruption on growth is reduced by low levels of governance or high levels of supervision. In addition, corruption affects growth in a positive way by reducing government consumption and increasing the degree of trade openness.

Research Methodology

The current research is included in the group of applied, descriptive and analytical research. In order to achieve the goal of the research, according to Lakshmi *et al.* (2021), the development of the stock market is considered as a function of corruption control, institutional quality, the interactive effect of institutional quality and corruption control, per capita income and foreign exchange rate. Then, the data was collected in a library manner by referring to the World Bank website and the research model was estimated using the panel data econometric model for a selection of countries in the world during the years 2005 to 2019. It should be noted that the basis for choosing the countries and the time period was access to data. In this research, following Lakshmi et al. (2021), below model is used to identify factors affecting the development of the stock market in selected countries:

$$\mathrm{SMD} = \mathrm{F}\,(\mathrm{CRR}, \mathrm{INS}, \mathrm{CRR} \times \mathrm{INS}, \mathrm{GDP}, \mathrm{EXR})$$

Results

Institutional quality has a direct link with economic growth, and by reducing exchange costs, which is the main obstacle to the prosperity of production, it provides space for productive activities. In countries where institutions encourage productive sectors, property rights are sufficiently secure, laws have the necessary transparency and quality, policies are in line with the long-term interests of society, a healthy judicial system and the rule of law are the same for all, fighting is fought seriously. Society and mass media have freedom of speech and the government is accountable to society, the movement in the path of development is accelerating. On the other hand, the ineffectiveness of institutions imposes many costs on the society, such as the reduction of economic growth, lack of productive investment and lack of trust in institutions. In addition, institutional quality moderates the relationship between corruption control and stock market development, so that with the increase of institutional quality, the effect of corruption control on stock market development is strengthened. Also, per capita income has a positive and significant effect on the development of the stock market. In this regard, the results confirm the view of following the demand (following the demand), according to which, the change of financial markets is a passive reaction to economic growth. In other words, the development of financial

markets is caused by the increase in demand for their services, which originates from economic growth.

Discussion and Conclusion

According to the results of a study on the positive effect of institutional quality and corruption control on stock market development, it is expected that economists and politicians in Iran will work to improve corruption control and other indicators of good governance, including government. Efficiency, political stability and non-violence, quality of regulation, rule of law and right to comment and reply help to strengthen financial development. Considering the positive effect of GDP per capita on the development of the capital market, it is suggested that economists and policymakers in Iran provide a framework to strengthen financial development through the implementation of programs and policies that stimulate production. In this regard, the data shows that increasing the productivity of production factors is one of the most effective ways to achieve production growth. Also, this study can be a framework for future studies in the field of financial development.

Conflict of Interest

No conflicts of interest are declared by the authors.

Keywords: Corruption Control, Foreign Exchange Rate, Institutional Quality, Stock Market Development.

JEL Classification: D73, E43, F31.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری
سال پنجم، زمستان ۱۴۰۳ – شماره ۴
صفحات ۸۴-۵۹
نوع مقاله: پژوهشی

تأثیر کیفیت نهادی در رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب

اصغر کریمی خرمی[۱]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۲۵

چکیده

هدف: در خصوص گرایش دولت‌ها به توسعه مالی دو دیدگاه وجود دارد. دیدگاه اول، دولت‌ها به حمایت از بخش‌های اعتباری می‌پردازند و با نظارت مناسب در بازارهای مالی، دسترسی بنگاه‌های تولیدی به منابع مالی را تسهیل می‌کنند. دیدگاه دوم، دیدگاه سیاسی نام دارد که بر مبنای آن، دولت‌ها با پیگیری اهداف خویش، منجر به افزایش هزینه‌ها می‌گردد درنهایت باعث، تنزل شاخص‌های توسعه مالی می‌شوند. باتوجه‌به این موضوع، پژوهش حاضر به بررسی عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام با تأکید بر کنترل فساد و کیفیت نهادی پرداخته است.

روش‌شناسی پژوهش: تحقیق حاضر به لحاظ هدف از نوع کاربردی است. همچنین، این تحقیق در گروه تحقیقات توصیفی-تحلیلی قرار می‌گیرد. داده‌ها به شیوه کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است. سطح تحلیل، کشورهای منتخب است. برای تحلیل داده‌ها از روش پانل دیتا در نرم‌افزار استتا استفاده شد.

یافته‌ها: نتایج تخمین مدل به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته عملی نشان داده است که کنترل فساد و کیفیت نهادی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر توسعه بازار سهام‌دارند و کیفیت نهادی، رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام را تعدیل می‌کند، به‌نحوی‌که با بهبود کیفیت نهادی، تأثیر کنترل فساد بر توسعه بازار سهام تقویت می‌شود. همچنین، درآمد سرانه تأثیر مثبت و معنی‌داری بر توسعه بازار سهام دارد، درحالی‌که تأثیر نرخ ارز خارجی بر توسعه بازار سهام معنی‌دار نمی‌باشد.

اصالت / ارزش‌افزوده علمی: یافته‌های این پژوهش می‌تواند به کاهش و کنترل فساد با توسعه بازار سهام از طریق کیفیت نهادی منجر گردد.

کلیدواژه‌ها: توسعه بازار سهام، کنترل فساد، کیفیت نهادی، نرخ ارز خارجی.
طبقه‌بندی موضوعی: D73, E43, F31.

۱. گروه حسابداری، واحد ابرکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، ابرکوه، ایران. (نویسنده مسئول). karimi4946@gmail.com

استناد: کریمی خرمی، اصغر. (۱۴۰۳). تأثیر کیفیت نهادی در رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۵(۴). ۸۴-۵۹.

https://doi.org/10.71729/afi.2024.1088504

۱- مقدمه

یکی از دغدغه‌های اصلی کشورهای درحال‌توسعه قرار گرفتن در مسیر رشد و توسعه است. یکی از مهم‌ترین رویکردها در این راستا، توسعه بازارهای مالی است (Shi *et al.*, 2021). استیگلیتز[1] (Stiglitz, 1993) معتقد است که بازارهای مالی مغز سیستم اقتصادی و کانون اصلی تصمیم‌گیری هستند و در صورت شکست و شکست این بازارها، عملکرد کل سیستم اقتصادی آسیب خواهد دید؛ به‌طورکلی توسعه مالی به دو صورت بانک محور و مبتنی بر بازار سرمایه دنبال می‌شود. رویکرد بانک محور متکی بر تسهیلات اعطایی بخش بانکی و رویکرد مبتنی بر بازار سرمایه نیز متکی بر تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار (سهام، انواع بدهی و صکوک، وجوه و غیره) است (khan *et al.*, 2018).

با تکامل توسعه مالی، عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی شکل می‌گیرند که منجر به ایجاد بازارها و واسطه‌گری مالی مؤثر و همچنین گسترش و تعمیق دسترسی به سرمایه و خدمات مالی می‌شود (Azizi *et al.*, 2021). اهمیت توسعه بخش مالی کشورها به این دلیل است که بخش مالی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق به ورود و آماده‌سازی سرمایه خارجی و بهینه‌سازی مکانیسم تخصیص منابع نقش اساسی دارد. به عبارتی، توسعه مالی به ارتقای کمیت، کیفیت و کارایی خدمات واسطه‌گری مالی اشاره دارد و این فرآیند شامل ترکیبی از تعداد زیادی از فعالیت‌ها و مؤسسات است. توسعه بخش مالی، بر اساس ادبیات، یکی از عواملی است که تأثیر بسزایی بر سرعت رشد اقتصادی دارد. اورجی و همکاران (Orji *et al.*, 2019) نشان داد که توسعه مالی از طریق کانال سرمایه انسانی باعث رشد اقتصادی می‌شود. جدا از عوامل مستقیم رشد اقتصادی مانند سرمایه‌گذاری‌ها و هزینه‌های مصرفی، عوامل برون‌زا مانند کیفیت حکمرانی، ثبات سیاسی و اثربخشی نهادی، در میان دیگران، نیز در گفتمان رشد اقتصادی یکپارچه هستند. اگرچه متغیرهای حاکمیتی و نهادی عموماً در مقایسه با متغیرهایی مانند سرمایه‌گذاری، هزینه‌های مصرف، ازجمله، تأثیر غیرمستقیم علّی بر رشد اقتصادی دارند، اهمیت چنین متغیرهای برون‌زا در گفتمان رشد اقتصادی را نمی‌توان اغراق کرد. به‌عنوان‌مثال، حکمرانی خوب، فضای سیاسی باثبات و نهادهای مؤثر، حمایت لازم را در ایجاد محیطی مناسب برای بخش‌های مولد یک اقتصاد فراهم می‌کنند. در این راستا، اقتصادهایی که با حکمرانی خوب، فضای سیاسی باثبات و نهادهای بسیار مؤثر مشخص می‌شوند، ممکن است با رشد و توسعه قابل‌ملاحظه مشخص شوند که همه‌چیز برابر باشد. بااین‌حال، اقتصادهایی که با حکمرانی ضعیف، بی‌ثباتی سیاسی، نهادهای ضعیف و ساختارهای نظارتی مواجه هستند ممکن است رشد کم‌خونی داشته باشند (Agbiboa, 2010;

1. Stiglitz

(Assadzadeh and Pourqoly, 2013; Ogbuabor *et al.*, 2020). برای مثال، بی‌ثباتی سیاسی و سیستم‌های قضایی ضعیف، با رشد سرمایه‌گذاری مخالف هستند (Wanjiru and Prime, 2020; Anyanwu, 2017; Papaioannou, 2009). علاوه بر این، تعداد قابل‌توجهی از مطالعات تجربی نشان داده‌اند که نوع حکومت (خواه دموکراسی یا دیکتاتوری/حکومت‌نظامی) بر عملکرد اقتصادی تأثیر می‌گذارد (Aziz and Sundarasen, 2015; Ghardallou and Sridi, 2020; Yu and Jong-A-Pin, 2020).

با بررسی مطالعات تجربی، استدلال می‌کند که عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام در دو گروه عوامل اقتصاد کلان (شامل درآمد واقعی، نرخ پس‌انداز، توسعه مالی، نرخ تورم، نرخ بهره و نقدینگی بازار سهام) و عوامل نهادی (شامل فساد، حقوق سیاسی، کارایی بخش عمومی، نظارت‌های قانونی، حمایت قانونی از مالکیت خصوصی و حاکمیت قانون) قرار می‌گیرند. رانت در اقتصادهایی که کیفیت نهادی پایین است موجب تقویت فساد و فعالیت‌های رانت‌جویانه می‌شود. باوجود کیفیت نهادی ضعیف، رانت و فساد تأثیر معکوس بر روی رشد اقتصادی دارد (Sabahi and Malekosadati, 2010; Mohseni Zonouzi *et al.*, 2017; Zahed Gharavi *et al.*, 2020) که از عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی است (Majidzadeh and Dahmardeh, 2023). تحقیقات متعددی درزمینه کنترل فساد (اثر متقابل آن با سایر متغیرها) بر روی رشد اقتصادی انجام‌شده است که می‌توان به اثر کنترل فساد باسیاست‌های اقتصادی اثر کنترل فساد با نقدینگی (Mohseni Zonouzi *et al.*, 2017)، اثر کنترل فساد، اعتماد و تأمین مالی (Moradi *et al.*, 2021) اشاره کرد. همچنین در مطالعه‌ای اثر کنترل فساد مالی –اداری بر روی توسعه مالی بازار در حوزه بیمه انجام‌شده است که متغیرهای کنترل فساد، توسعهٔ بخش بانکی، ریسک گریزی و امید به زندگی اثر مثبت و معنی‌دار و متغیر تورم اثر منفی و معنی‌دار بر توسعهٔ مالی بازار بیمهٔ عمر دارند (Sepehrdoust and Ebrahimnasab, 2015). بااین‌وجود مطالعه‌ای درزمینه اثر کنترل فساد باکیفیت نهادی بر روی توسعه مالی انجام‌نشده است.

مطالعات انجام‌شده توسط شقاقی و همکاران (Shaghaghi *et al.*, 2020) تأثیر کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام را بررسی کرده‌اند. همچنین، پژوهش‌های انجام‌شده توسط جواهری و همکاران (Javaheri *et al.*, 2021)، خداپرست مشهدی و کردی (Khodaparast Mashhadi and Kordi, 2018) و پایتختی اسکویی و همکاران (Paytakhti Oskouei *et al.*, 2012) به بررسی نقش کیفیت نهادی در توسعه مالی بازارهای سرمایه پرداخته‌اند. بااین‌وجود، تحقیقی توسط مجیدزاده و دهمرده (Majidzadeh and Dahmardeh, 2023) در خصوص نقش کیفیت نهادی در اثرگذاری رانت در توسعه مالی انجام‌شده است. رانت یکی از اشکال فساد در سازمان‌ها و شرکت‌ها به شمار می‌آید و کل

فساد را شامل نمی‌شود. همچنین، نتایج مطالعات قبلی از رابطه منفی فساد و کیفیت نهادی پشتیبانی می‌کنند و نشان می‌دهند که با افزایش فساد، نهادها ضعیف‌تر می‌شوند. همچنین، نتایج برخی از مطالعات قبلی دلالت بر آن دارد که تأثیر فساد به‌وسیله کیفیت نهادی تعدیل می‌شود (Lakshmi *et al.*, 2021). این در حالی است که بر اساس بررسی‌های محقق، تأثیر فساد بر بازارهای سهام کمتر بررسی‌شده و از تحلیل نقش کیفیت نهادی در رابطه فساد با بازارهای سهام غفلت شده است. لذا این خلأ پژوهشی به شمار می‌آید، برای پر کردن این خلأ –تحقیق حاضر به بررسی تأثیر کیفیت نهادی در رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب می‌پردازد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

طبق تعریف، بازار سرمایه بازاری است که در آن ابزارهای مالی بلندمدت با سررسید بیش از یک سال معامله می‌شود. وظایف این بازار عبارت‌اند از: تشکیل سرمایه در اقتصاد ملی، تأمین سرمایه شرکت‌ها، تعیین ارزش ذاتی و قیمت ابزارهای مالی. بازار سرمایه از دو گروه بازار اولیه و بازار ثانویه تشکیل‌شده است. بازار اولیه محل عرضه انتشارات جدید سهام و اوراق‌قرضه و بازار ثانویه محل تعیین قیمت اوراق بهادار منتشرشده در بازار اولیه و معاملات اوراق بهادار منتشرشده قبلی است. کسری منابع شرکت‌ها و بنگاه‌های تجاری در بازار سرمایه به سه روش انتشار سهام عادی و ممتاز (ابزار مالکانه)، انتشار اوراق‌قرضه (ابزار بدهی بلندمدت)، استقراض از بازار پول (از طریق بدهی بلندمدت) تأمین می‌شود. ابزارها و انتشار مشتقات مالی (Azizi *et al.*, 2021).

سازمان شفافیت بین‌الملل ، فساد را به شکل «سوءاستفاده از قدرت در جهت منافع خصوصی» تعریف کرده است. شبکه عدالت مالیاتی ، فساد را به «فعالیتی که اعتماد عمومی به‌سلامت قوانین، دستگاه‌ها و نهادهای حاکم بر جامعه را تضعیف می‌کند» تعریف کرده است. در تعریف بانک جهانی برای فساد آمده است «سوءاستفاده از موقعیت دولتی برای کسب منافع خصوصی» که تعریف بانک جهانی فعالیت‌های خصوصی را شامل نمی‌شود (Tanzi, 1998).

تلاش برای ارائه یک تعریف دقیق‌تر، مشکلات حقوقی، جرم‌شناختی و در بسیاری از کشورها مشکلات سیاسی ایجاد می‌کند. تعریفی که امروزه معمولاً استفاده می‌شود «سوءاستفاده از موقعیت‌های عمومی یا خصوصی برای منافع شخصی مستقیم یا غیرمستقیم» است (United Nations Office on Drugs, 2004).

دالستروم (Dahlström, 2012)، فساد کلان را به سوءاستفاده از موقعیت دولتی در سطوح بالای دولتی که گاهی فساد سیاسی نامیده می‌شود، تعریف می‌کند که سیاست‌مداران و مدیران را شامل

می‌شود، اما فساد خرد به رشوه‌خواری و پرداخت مستقیم غیرقانونی به کارمندان رده پایین اشاره دارد. در حقیقت منظور از فساد بزرگ، سوءاستفاده مقامات ارشد سیاسی از قدرت است که منجر به زوال سریع حاکمیت قانون، ثبات اقتصادی و اعتماد مردم به دولت می‌شود. این نوع فساد به «اخاذی دولتی» شهرت دارد. منظور از فساد خرد، اخذ رشوه‌های اندک از سوی کارمندان در مقابل واگذاری امتیازهای کوچک است. دالستروم (Dahlström, 2012) سه دسته فساد را مشخص کرده است: فساد بزرگ که نخبگان سیاسی را شامل می‌شود، فساد بوروکراسی که شامل بوروکرات‌های انتصابی است و فساد قانونی که قانون‌گذار به‌واسطه منافع خصوصی، قوانین را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ازنظر دالستروم (Dahlström, 2012) این سه نوع فساد تنها برحسب تصمیماتی که در اقدام به فساد تأثیر می‌گذارند، متفاوت هستند و نتایج نهائی فساد در تمامی موارد مشابه و شامل تخصیص نادرست منابع و ناکارآمدی است.

فساد اعتبار سیاست‌های دولت را تضعیف می‌کند، به‌گونه‌ای که جامعه به این سیاست‌ها اعتماد نمی‌کند و اصلاحات مالی برای دولت سخت می‌شود. اصلاحات مالی و توسعه مالی در کشورها باعث تسهیل جریان‌های مالی و افزایش کارایی بازارهای مالی می‌شود. همچنین منجر به همگرایی بازارها در اقتصاد می‌شود باوجود فساد و رانت‌خواری، تمایلی برای هدایت درآمد به سمت فعالیت‌های سودآور در بازارهای مالی وجود نخواهد داشت (Narayan *et al.*, 2015).

کیفیت نهادی عبارت است از این است که تا چه حد روش‌های ساخته‌شده دست بشر در حمایت از سرمایه‌گذار و افزایش دسترسی به منابع مالی برای کارآفرینان در چارچوب مالی پرورش‌یافته‌اند (Azizi *et al.*, 2021).

از سویی، توسعه مالی یکی از موضوعات مهمی است که همواره از اهمیت ویژه در اقتصاد هر کشور برخوردار بوده است. رسیدن به رشد و توسعهٔ اقتصادی مطلوب، بدون وجود نهادهای مالی کارا و تجهیز مناسب منابع مالی، غیرممکن است. از عوامل تعیین‌کننده سطح توسعه مالی در کشورها می‌توان به عوامل کیفی شامل محیط سیاسی، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت اشاره کرد. اگرچه عوامل متعددی بر توسعه مالی تأثیرگذار هستند و مطالعات و نظریات فراوانی در این زمینه وجود دارد، اما آنچه تاکنون کمتر موردتوجه قرار گرفته است، تأثیر عوامل کیفی و نهادی بر توسعه مالی می‌باشد.

در یک مطالعه قبلی، فرای (fry, 1989) مدل سرکوب مالی توسط مک کینون و شاو را به‌عنوان یک نظریه کلیدی برای توضیح توسعه مالی شناسایی کرد. به گفته فرای (fry, 1989)، مدل مک‌کینون–شاو معتقد است که تحریف‌های بی‌رویه قیمت‌های مالی مانند نرخ بهره و نرخ ارز خارجی

منجر به کاهش نرخ واقعی رشد و اندازه بخش مالی می‌شود و روند توسعه اقتصادی را به تأخیر می‌اندازد. فرای (fry, 1989)، نتیجه می‌گیرد که نتیجه مدل مک کینون–شاو، اجرای برنامه‌های آزادسازی مالی توسط بسیاری از کشورهای در حال ظهور است. این موقعیت حاکی از آن است که کیفیت نهادی و ثبات در متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان، عناصر حیاتی در تضمین توسعه بخش مالی هستند. بک و همکاران (Beck *et al.*, 2001)، علاوه بر این، عوامل تعیین‌کننده توسعه مالی را از منظر چارچوب قانونی رایج موردبررسی قرارداد. بک و همکاران (Beck *et al.*, 2001) نظریه‌های حقوقی توسعه مالی را شناسایی کرد و استدلال کرد که دو کانال وجود دارد که از طریق آن‌ها سیستم‌های حقوقی بر توسعه بخش مالی تأثیر می‌گذارند – کانال سیاسی و کانال سازگاری قانونی. درحالی‌که کانال سیاسی بر قدرت دولت در رابطه با قوه قضائیه تأکید می‌کند، کانال سازگاری قانونی به قابلیت چارچوب قانونی در انطباق با شرایط متغیر اهمیت می‌دهد؛ بنابراین، این نظریه‌ها نقش نظام حقوقی (یک‌نهاد مهم) را در توسعه بخش مالی به رسمیت می‌شناسند. در پژوهش‌های پیشین، نقش و اهمیت کیفیت نهادی در توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است (Khodaparast Mashhadi and Kordi, 2018; Javaheri *et al.*, 2021; Azizi *et al.*, 2021; Majidzadeh and Dahmardeh, 2023; Khan *et al.*, 2018; Alawi *et al.*, 2022; Abaidoo and Agyapong, 2022). یافته‌های این مطالعات نشان می‌دهد که کیفیت نهادی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی دارد.

ادبیات نظری پیرامون ارتباط میان پدیده فساد و رشد اقتصادی را می‌توان بـه دو گـروه تقسیم کرد. گروه اول تئوری‌هایی هستند که معتقدنـد فسـاد قـادر اسـت از طریـق دور زدن قـوانین و مقـررات ناکارآمـد و انعطاف‌ناپذیر تحمیل‌شده توسـط دولـت- خصوصـاً در کشـورهای کمتـر توسعه‌یافته - بـه افـزایش رشـد اقتصـادی منجـر شـود. امـا گـروه دوم تئوری‌هایی هستند که فساد را به‌مثابه نیرویی می‌دانند که به عملکرد مناسب بازارهـا آسـیب می‌رساند و از این رهگذر موجبات کاهش رشـد اقتصـادی را فراهم می‌آورد (Sabahi and Malekosadati, 2010). فساد، رشد را از طریق تأثیر منفی‌اش بر سرمایه‌گذاری در سرمایه فیزیکی، سرمایه انسانی و بی‌ثباتی سیاسی کاهش می‌دهد و این تأثیر منفی فساد روی رشد با سطوح حاکمیت پایین یا درجه بالای نظارت کاهش می‌یابد. علاوه بر این، فساد از طریق کاهش هزینه‌های دولتی و افزایش درجه باز بودن تجارت، می‌تواند به‌طور مثبت بر رشد اقتصادی تأثیر بگذارد (Sabahi and Malekosadati, 2010). بااین‌حال، بر اساس دیدگاه دوم، انتظار می‌رود که فساد تأثیری منفی بر رشد اقتصادی داشته باشد، که خود یکی از عوامل کلیدی در تعیین سطح توسعه مالی محسوب می‌شود (Sabahi and Malekosadati, 2010; Mohseni Zonouzi *et al.*, 2017; Zahed Gharavi *et al.*, 2020).

مجیدزاده و دهمرده (Majidzadeh and Dahmardeh, 2023) مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی نقش کیفیت نهادی در اثرگذاری رانت منابع طبیعی در توسعه مالی ایران» انجام داده‌اند که سطح تحلیلی آن در حوزه منابع طبیعی کشور ایران طی سال‌های ۱۹۸۴–۲۰۱۹ بوده است. محققان، جهت استخراج شاخص‌های کیفیت نهادی و توسعه مالی از الگوی تحلیل مولفه–های اصلی و در ادامه از الگوی مارکوف سویچینگ جهت بررسی اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر توسعه مالی در کشور در دو حالت با لحاظ و بدون در نظر گرفتن شاخص کیفیت نهادی استفاده کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که فزایش رانت منابع طبیعی در حالتی که توسعه مالی در سطح و رژیم پایین باشد، تأثیر منفی و معنادار بر توسعه مالی داشته است. رشد اقتصادی و بهبود باز بودن تجاری نیز در تمامی سطوح و رژیم‌های حاکم بر توسعه مالی تأثیر مثبت و معنادار داشته است. افزایش تورم نیز در تمامی سطوح و رژیم‌های توسعه مالی تأثیر منفی و معنادار بر توسعه مالی داشته است. افزایش رانت منابع طبیعی با لحاظ بهبود شاخص کیفیت نهادی تنها در حالتی که سطح و رژیم توسعه مالی در کشور پایین است، تأثیر مثبت و معنادار بر توسعه مالی داشته است. این موضوع نشان می‌دهد بهبود کیفیت نهادها در کشور هم به‌طور کامل قادر به حذف بیماری هلندی و نفرین منابع نمی‌باشد و این موضوع با تأثیر غیر معنادار رانت منابع طبیعی با لحاظ بهبود شاخص کیفیت نهادی در رژیم و سطح بالای توسعه مالی در کشور قابل‌مشاهده می‌باشد.

عزیزی و همکاران (Azizi *et al.*, 2021) مطالعه‌ای با عنوان «تأثیر شاخص‌های کیفیت نهادی بر توسعه مالی (مطالعه موردی: کشورهای درحال‌توسعه منطقه اوراسیا)» انجام داده‌اند که سطح تحلیلی آن، ۲۷ کشور درحال‌توسعه منطقه اوراسیا طی سال‌های ۲۰۱۵–۱۹۹۹ بوده است. در این تحقیق، میانگین سه شاخص راهنمای بین المللی ریسک کشوری (ICRG[1]) به‌عنوان شاخص کیفیت نهادها، شاخص POLITY IV به‌عنوان شاخص دموکراسی و شاخص حقوق مالکیت بر شاخص‌های بانکی به‌عنوان شاخص توسعه مالی مورداستفاده قرارگرفته است. یک الگوی اقتصادسنجی تصریح و به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM[2]) در داده‌های پانل برآورد گردید. نتایج حاصل از این مطالعه دلالت بر این دارد که کیفیت بالای نهادها، دموکراسی بالاتر و حمایت حقوق مالکیت، اثر مثبت و معناداری بر توسعه مالی در کشورهای موردبررسی داشته است.

جواهری و همکاران (Javaheri *et al.*, 2021) مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی تأثیر کیفیت نهادها بر توسعه مالی کشورهای درحال‌توسعه» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، منتخبی از کشورهای

1. International Country Risk Guide (ICRG)
2. Generalized Method of Moments (GMM)

درحال‌توسعه طی دوره زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۱۹ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که شاخص‌های حکمرانی (به‌جز اظهارنظر و پاسخ‌گویی) ارتباط مثبت و معنی‌داری با شاخص اعتبار پرداختی به بخش خصوصی و شاخص سرمایه‌گذاری در بازار سهام‌دارند.

خیاط رسولی و همکاران (Khayyat Rasouli *et al.*, 2021) پژوهشی تحت عنوان «تأثیر کیفیت نهادی دولت و نوع سیستم‌های مالی روی رشد اقتصادی کشورهای منتخب اسلامی» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، منتخبی از کشورهای اسلامی طی دوره زمانی ۱۹۹۶ الی ۲۰۱۷ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش خود رگرسیون برداری پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که کیفیت نهادی دولت و سیستم مالی بانک محور بیشترین اثر را بر رشد اقتصادی دارند.

پژوهش اوجکا و همکاران (Ojeka et al., 2019) پژوهشی تحت عنوان «درک فساد، کیفیت نهادی و عملکرد شرکت‌های منتخب در نیجریه» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، کشور نیجریه طی دوره زمانی ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۷ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که تأثیر فساد و کیفیت نهادی بر ارزش بازار و بازدهی دارایی‌ها منفی است.

شقاقی و همکاران (Shaghaghi *et al.*, 2020) مطالعه‌ای تحت عنوان «نقش کیفیت نهادی در پیش‌بینی شاخص قیمت سهام: مطالعه موردی کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه طی دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۶ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که شاخص‌های حکمرانی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر شاخص قیمت سهام‌دارند (Shaghaghi *et al.*, 2020).

عبدین و همکاران (Abedin *et al.*, 2020) پژوهشی تحت عنوان «عوامل اجتماعی–اقتصادی توسعه بازار سهام: نقش تحصیلات دانشگاهی» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، کشور بنگلادش طی دوره زمانی ۱۹۷۶ الی ۲۰۱۵ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش خود رگرسیون با وقفه‌های توزیعی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که در کوتاه‌مدت و بلندمدت، توسعه بخش بانکی و رشد اقتصادی تأثیر معنی‌داری بر توسعه بازار سهام‌دارند، اما تأثیر تحصیلات دانشگاهی توسعه بازار سهام بی‌معنی است.

شباب و همکاران (Chebab *et al.*, 2020) پژوهشی با عنوان «آیا رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب MENA خطی است؟» انجام داده‌اند. محققان با استفاده از داده‌های منتخبی از کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا بین سال‌های ۱۹۸۷ و ۲۰۱۵ در قالب یک مدل داده‌های تابلویی، به این نتیجه رسیده‌اند که رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی به شکل U وارونه است.

هوینارو و همکاران (Hoinaru et al., 2020) پژوهشی تحت عنوان «تأثیر فساد و اقتصاد سایه بر توسعه اقتصادی و توسعه پایدار» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، منتخبی از کشورهای جهان طی دوره زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۵ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که فساد و اقتصاد سایه منجر به افزایش فقر می‌شوند و سطوح بالاتر فساد و اقتصاد سایه با سطوح نازل‌تر توسعه اقتصادی و توسعه پایدار رابطه دارند.

علی عمران و همکاران (Ali Imran *et al.*, 2020) در پژوهشی تحت عنوان «ارزیابی تأثیر کیفیت حکمرانی بر عملکرد بازار سهام در کشورهای توسعه‌یافته» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، منتخبی از کشورهای توسعه‌یافته طی دوره زمانی ۱۹۹۶ الی ۲۰۱۸ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی استفاده کرده‌اند و نشان داده‌اند که کیفیت حکمرانی با عملکرد بازار سهام رابطه مثبت دارد.

لاکشمی و همکاران (Lakshmi *et al.*, 2021) مطالعه‌ای تحت عنوان «آیا فساد برای بازار سهام مهم است؟ نقش ناهمگنی نهادها» انجام داده‌اند که سطح تحلیل آن، کشورهای گروه بریکس طی دوره زمانی ۱۹۹۵ الی ۲۰۱۴ بوده است. محققان برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانلی کیفیت بروکراتیک منجر به کاهش تأثیر منفی فساد بر بازار سهام می‌شود.

آبایدو و آگیاپونگ (Abaidoo and Agyapong, 2022) مطالعه‌ای تحت عنوان «توسعه مالی و کیفیت نهادی در میان اقتصادهای نوظهور» انجام داده‌اند. سطح تحلیلی مطالعه، ۲۹ اقتصاد کشورهای جنوب (صحرای) آفریقا طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ بوده است. در این تحقیق، برای ارزیابی کیفیت نهادی از شاخص معیار حکمرانی که توسط بانک جهانی در توسعه شاخص کیفیت سازمانی توضیح داده شده است، استفاده‌شده است. نتایج نشان داد که کیفیت نهادی سرعت توسعه مالی را در بین اقتصادهای زیر منطقه افزایش می‌دهد. در یک تحلیل سطح خرد که در آن اجزای شاخص کیفیت نهادی به طور جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرند، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که حکمرانی مؤثر، کیفیت نظارتی، حاکمیت قانون و پاسخگویی تأثیر مثبت قابل‌توجهی بر توسعه بخش مالی دارد.

علوی و همکاران (Alawi *et al.*, 2022) مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر نوآوری مالی و کیفیت نهادی بر توسعه مالی در بازارهای نوظهور» انجام داده‌اند. سطح تحلیلی مطالعه، ۱۷ بازار در حال ظهور بر اساس در دسترس بودن داده‌ها از دوره ۱۹۹۰–۲۰۲۰ بوده است. در این تحقیق، داده‌ها از پایگاه داده شاخص توسعه جهانی استخراج شد و محققان از ریشه واحد پانل، حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح‌شده و آزمون ادغام پدرونی برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها استفاده کرده‌اند که نتایج نشان داده است که نوآوری مالی و کیفیت سازمانی به‌طور قابل‌توجهی و مثبت با توسعه مالی مرتبط است. نوآوری مالی

بهتر، توسعه مالی را افزایش می‌دهد، درحالی‌که کیفیت پایین نهادی در بازارهای نوظهور می‌تواند توسعه مالی را بدتر کند.

هزاوه و معدنچی زاج (Hazaveh and Madanchi Zaj, 2023) پژوهشی تحت عنوان «مروری بر اخلاق سرمایه گذاری با رویکرد بحرانهای مالی» انجام داده اند. بر اساس یافته های پژوهش اغلب بحرانهای مالی از پس عدم رعایت اخلاق در فرآیندهای تصمیم گیری به وجود می‌آیند و پیروی از اصول اخلاقی در تصمیمات و رفتار حرفه ای قادر است از حرکت جامعه به سمت بحرانهای مالی در بلندمدت جلوگیری کند.

سلیمانیان و بنی‌طالبی دهکردی (Soleymanian and Banitalebi Dehkordi, 2023) پژوهشی تحت عنوان «نقش نوآوری دیجتال در بازارهای مالی از منظر دانش و ارائه الگوی پیشنهادی» انجام داده اند. بخش عمده‌ای از روند کند اقتصاد در بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه را به توسعه نیافتگی و ناکارامدی فناوری اطلاعات و نوآوری های دیجیتال به کار رفته در این عرصه نسبت داده اند و اصلاحات نظامند این بخش باعث توسعه یافتگی در این بخش می‌گردد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر در گروه تحقیقات کاربردی، توصیفی و تحلیلی قرار می‌گیرد. در راستای دست‌یابی به هدف تحقیق، به پیروی از لاکشمی و همکاران (Lakshmi *et al.*, 2021)، توسعه بازار سهام به‌صورت تابعی از کنترل فساد، کیفیت نهادی، اثر تعاملی کیفیت نهادی و کنترل فساد، درآمد سرانه و نرخ ارز خارجی در نظر گرفته‌شده است. سپس، داده‌ها به شیوه کتابخانه‌ای با مراجعه به وب‌سایت بانک جهانی جمع‌آوری و مدل تحقیق با استفاده از الگوی اقتصادسنجی پانل دیتا برای منتخبی از کشورهای جهان طی سال‌های ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۹ برآورد شده است. لازم به ذکر می‌باشد که مبنای انتخاب کشورها و دوره زمانی، دسترسی به داده‌ها بوده است

در این تحقیق، به پیروی از لاکشمی و همکاران (Lakshmi *et al.*, 2021) برای شناسایی عوامل مؤثر بر توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب از رابطه (۱) استفاده می‌شود:

$$SMD = F(CRR, INS, CRR \times INS, GDP, EXR) \quad \text{رابطه (۱)}$$

توسعه بازار سهام (SMD): در این تحقیق برای ارزیابی توسعه بازار سهام از نسبت سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود.

کنترل فساد (CRR): در این تحقیق برای ارزیابی کنترل فساد از شاخص کنترل فساد بانک جهانی استفاده می‌شود.

کیفیت نهادی (INS): در این تحقیق برای ارزیابی کیفیت نهادی از میانگین شاخص‌های حکمرانی خوب بانک جهانی استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل‌گر (CRR×INS): تأثیر تعاملی کیفیت نهادی و کنترل فساد بر توسعه بازار سهام را نشان می‌دهد.

درآمد سرانه (GDP): در این تحقیق برای ارزیابی درآمد سرانه از تولید ناخالص داخلی سرانه برحسب دلار آمریکا استفاده می‌شود.

نرخ ارز خارجی (EXR): در این تحقیق برای ارزیابی نرخ ارز خارجی (دلار آمریکا) از شاخص نرخ ارز حقیقی (۲۰۱۰=۱۰۰) استفاده می‌شود.

مدل نهایی تحقیق به‌صورت رابطه (۲) است:

$$SMD = \beta_1 CRR + \beta_2 INS + \beta_3 CRR \times INS + \beta_4 GDP + \beta_5 EXR + \varepsilon \quad \text{رابطه (۲)}$$

جامعه آماری تحقیق شامل منتخبی از کشورهای جهان است. کشورهای حاضر در تحلیل‌های پژوهش در جدول (۱) درج‌شده‌اند.

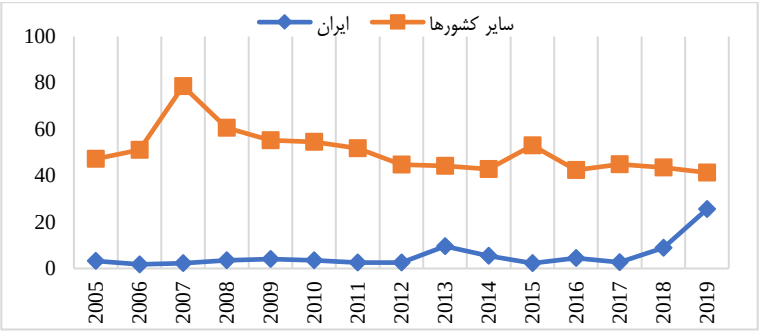
جدول (۱) کشورهای درحال‌توسعه منتخب

Table (1) Selected developing countries

ردیف	کشور	ردیف	کشور	ردیف	کشور	ردیف	کشور	ردیف	کشور	ردیف	کشور
۱	استرالیا	۱۱	ساحل عاج	۲۱	یونان	۳۱	لوکزامبورگ	۴۱	پاپوآ
۲	اتریش	۱۲	کلمبیا	۲۲	هنگ‌کنگ	۳۲	مراکش	۴۲	لهستان
۳	بلژیک	۱۳	کاستاریکا	۲۳	کرواسی	۳۳	مکزیک	۴۳	پرتغال
۴	بلغارستان	۱۴	قبرس	۲۴	مجارستان	۳۴	مالت	۴۴	رومانی
۵	بحرین	۱۵	چک	۲۵	ایرلند	۳۵	مالزی	۴۵	روسیه
۶	برزیل	۱۶	آلمان	۲۶	ایران	۳۶	نیجریه	۴۶	عربستان سعودی
۷	کانادا	۱۷	اسپانیا	۲۷	اسرائیل	۳۷	هلند	۴۷	سنگاپور
۸	سوئیس	۱۸	فرانسه	۲۸	ایتالیا	۳۸	نروژ	۴۸	اسلواکی
۹	شیلی	۱۹	انگلیس	۲۹	ژاپن	۳۹	نیوزلند	۴۹	آمریکا
۱۰	چین	۲۰	غنا	۳۰	کره جنوبی	۴۰	فیلیپین	۵۰	آفریقای جنوبی

٤- تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

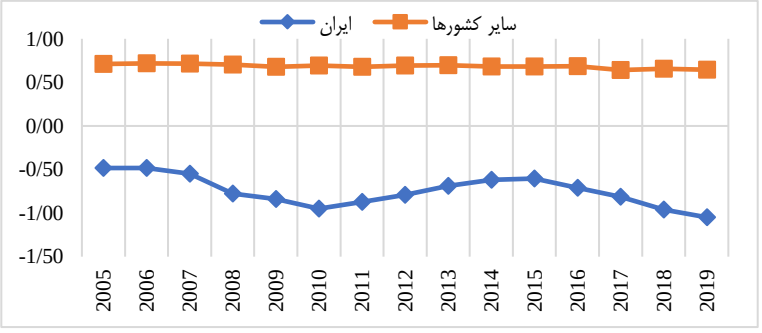
نسبت سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی (GDP[1]) برای ایران و سایر کشورها در نمودار (۱) ارائه شده است و نشان می‌دهد که این نسبت در ایران تفاوت قابل‌توجهی با سایر کشورها داشته است، اما در سال‌های پایانی این اختلاف کاهش یافته است. بااین‌حال، میانگین نسبت سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی در سایر کشورها برابر با ۵۰ درصد بوده و این مقدار، ده برابر بیشتر از نسبت سهام مبادله‌شده به تولید ناخالص داخلی در ایران است.



نمودار (۱) نسبت سهام مبادله شده به GDP در ایران و سایر کشورها (درصد)

Chart (1) Ratio of traded shares to GDP in Iran and other countries (percentage)

شاخص کنترل فساد برای ایران و سایر کشورها در نمودار (۲) منعکس‌شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، شاخص کنترل فساد در ایران نسبت به سایر کشورها در سطح بسیاری نازل‌تری قرار دارد، به‌نحوی‌که متوسط شاخص کنترل فساد در ایران برابر با ۰/۷۵- و در سایر کشورها برابر با ۰/۶۹ بوده است.

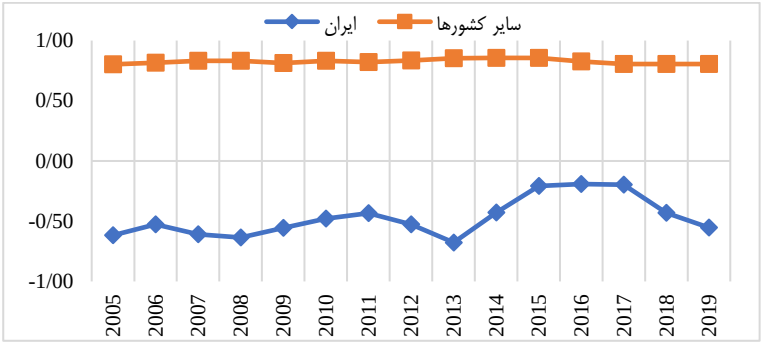


نمودار (۲) شاخص کنترل فساد در ایران و سایر کشورها

Chart (2) Corruption control index in Iran and other countries

1. Gross Domestic Product (GDP)

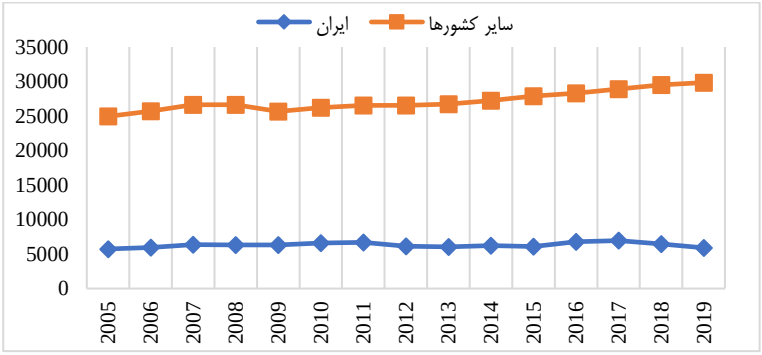
شاخص حکمرانی خوب (به‌عنوان جایگزینی برای کیفیت نهادی) برای ایران و سایر کشورها در نمودار (۳) ترسیم‌شده است. باتوجه‌به این نمودار، تغییرات شاخص حکمرانی خوب و شاخص کنترل فساد در ایران روند نسبتاً مشابهی داشته است. همچنین، متوسط شاخص حکمرانی خوب در ایران برابر با ۰/۴۷- و در سایر کشورها برابر با ۰/۸۳ بوده است.



نمودار (۳) شاخص حکمرانی خوب در ایران و سایر کشورها

Chart (3) good governance index in Iran and other countries

درآمد سرانه حقیقی برای ایران و سایر کشورها در نمودار (۴) منعکس‌شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، درآمد سرانه حقیقی در ایران و سایر کشورها با یک شیب بسیار ملایم افزایش‌یافته به‌نحوی‌که در دوره موردبررسی، درآمد سرانه ایران از ۵۷۳۶ دلار به ۵۹۲۳ دلار و درآمد سرانه سایر کشورها از ۲۴۹۵۰ دلار به ۲۹۸۴۷ دلار رسیده است.

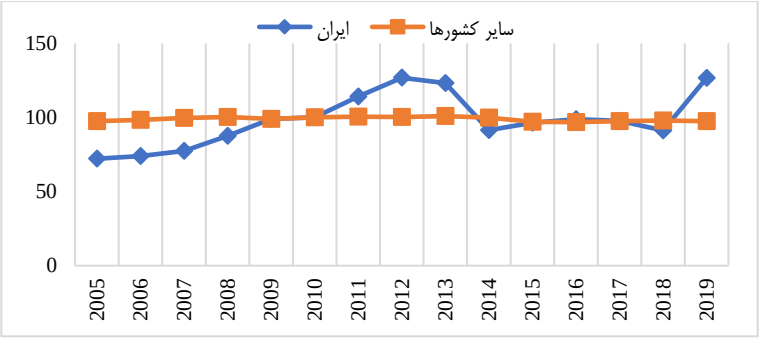


نمودار (۴) درآمد سرانه حقیقی در ایران و سایر کشورها (دلار آمریکا، ۱۰۰=۲۰۱۰)

Chart (4) real per capita income in Iran and other countries (US dollars, 2010=100)

شاخص نرخ ارز حقیقی برای ایران و سایر کشورها در نمودار (۵) ترسیم‌شده است. باتوجه‌به این نمودار، شاخص نرخ ارز حقیقی در سایر کشورها یک‌روند نسبتاً باثبات داشته، اما شاخص نرخ ارز حقیقی

در ایران نوسانات نسبتاً زیادی را تجربه کرده است. به‌طور متوسط و در دوره موردبررسی، شاخص نرخ ارز حقیقی در ایران و سایر کشورها حدود ۹۸/۵ بوده است.



نمودار (۵) شاخص نرخ ارز حقیقی در ایران و سایر کشورها (۲۰۱۰=۱۰۰)

Chart (5) real exchange rate index in Iran and other countries (2010=100)

نتایج آزمون مانایی متغیرها در جدول (۲) درج‌شده است و نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح مانا هستند. به عبارتی، تمامی متغیرها I(۰) می‌باشند. باتوجه‌به این موضوع، انجام آزمون هم انباشتگی برای بررسی رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرها لازم نیست.

جدول (۲) نتایج آزمون مانایی

Table (2) Manai test results

متغیر	آماره	احتمال
توسعه بازار سهام	-۲۰/۷۴۳۹	۰/۰۰۰۰
کنترل فساد	-۴/۵۳۲۶	۰/۰۰۰۰
کیفیت نهادی	-۴/۰۸۰۱	۰/۰۰۰۰
کیفیت نهادی ×کنترل فساد	-۵/۴۰۷۷	۰/۰۰۰۰
درآمد سرانه	-۴/۲۹۹۹	۰/۰۰۰۰
نرخ ارز خارجی	-۴/۱۳۸۵	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون لیمر برای تعیین نوع داده‌ها (پول یا پانل) در جدول (۳) ارائه‌شده است و نشان می‌دهد که داده‌ها از نوع پانل هستند.

جدول (۳) نتایج آزمون لیمر

Table (3) results of Lemer test

آزمون	آماره	احتمال
لیمر	۶۹/۳۷	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون هاسمن به‌منظور تعیین مدل پانل دیتا (اثرات تصادفی یا اثرات ثابت) در جدول (۴) منعکس‌شده است و نشان می‌دهد که مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل ارجحیت دارد.

جدول (۴) نتایج آزمون هاسمن

Table (4) Hausman test results

آزمون	آماره	احتمال
هاسمن	۱۱/۰۱	۰/۰۵۱۱

نتایج آزمون پسران برای بررسی وجود یا عدم وجود وابستگی مقطعی در جدول (۵) درج‌شده است و نشان می‌دهد که مدل وابستگی مقطعی دارد. بر این مبنا، تخمین مدل به روش اثرات تصادفی فاقد کارایی لازم خواهد بود.

جدول (۵) نتایج آزمون پسران

Table (5) test results of boys

آزمون	آماره	احتمال
پسران	۱۲/۲۵۸	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون وولدریج به‌منظور بررسی وجود یا عدم وجود همبستگی سریالی در جدول (۶) منعکس‌شده است و نشان می‌دهد که مدل همبستگی سریالی دارد؛ بنابراین، تخمین مدل به روش اثرات تصادفی کارایی نخواهد داشت.

جدول (۶) نتایج آزمون وولدریج

Table (6) Wooldridge test results

آزمون	آماره	احتمال
وولدریج	۵۶/۷۳۵	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون درست‌نمایی برای بررسی وجود یا عدم وجود واریانس ناهمسانی در جدول (۷) ارائه‌شده است و نشان می‌دهد که مدل واریانس ناهمسانی دارد. باتوجه‌به این موضوع، تخمین مدل به روش اثرات تصادفی کارایی ندارد.

جدول (۷) نتایج آزمون درست‌نمایی

Table (7) of the results of the likelihood test

آزمون	آماره	احتمال
درست‌نمایی	۲۶۳۴/۴۱	۰/۰۰۰۰

جدول (۸) نتایج تخمین مدل

Table (8) model estimation results

متغیر	ضریب	آماره	احتمال
کنترل فساد	۵/۲۶۲	۴/۱۷	۰/۰۰۰
کیفیت نهادی	۱۶/۲۸۶	۲/۴۸	۰/۰۱۳
کیفیت نهادی ×کنترل فساد	۸/۲۰۸	۳/۴۲	۰/۰۰۱
درآمد سرانه	۱۵/۰۶۴	۱۵/۷۹	۰/۰۰۰
نرخ ارز خارجی	۴/۵۰۰	۰/۸۱	۰/۴۱۹
آماره = ۷۸۱/۶۰		احتمال = ۰/۰۰۰	

نتایج تخمین مدل در جدول (۸) درج شده است. مدل نهایی بصورت رابطه (۳) است:

$$SMD = 5.262CRR + 16.286INS + 8.208CRR \times INS + 15.064GDP + 4.5EXR$$ رابطه (۳)

باتوجه‌به نتایج، کنترل فساد و کیفیت نهادی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر توسعه بازار سهام‌دارند. همان‌گونه که در مبانی نظری گذشت، وجود فساد به‌واسطهٔ ایجاد نااطمینانی در فضای اقتصادی، ایجاد عدم شفافیت، تعرض به حقوق مالکیت، عدم اجرای قراردادها و افزایش هزینه‌های مبادله، جذابیت اقتصاد برای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد که این موضوع، کاهش انگیزه برای سرمایه‌گذاری‌های مولد را به دنبال دارد و افراد و بنگاه‌ها را به سمت فعالیت‌های غیرمولد و غیررسمی هدایت می‌کند. با وجود فساد، انگیزه برای سرمایه‌گذاری مولد و تمایل برای هدایت درآمدها به سمت بازارهای مالی وجود نخواهد داشت.

کیفیت نهادی پیوند مستقیمی با رشد اقتصادی دارد و با کاهش هزینه‌های مبادله که مانع اصلی برای رونق تولید است، فضا را برای فعالیت‌های مولد مهیا می‌سازد. در کشورهایی که نهادها، مشوق بخش‌های مولد هستند، حقوق مالکی امنیت کافی دارد، قوانین دارای شفافیت و کیفیت لازم هستند، سیاست‌ها با منافع بلندمدت جامعه مطابقت دارند، نظام قضایی سالم و حاکمیت قانون برای همه یکسان است، با مبارزه به‌صورت جدی مبارزه می‌شود، جامعه و رسانه‌های گروهی آزادی بیان دارند و حکومت در برابر جامعه پاسخگو است، حرکت در مسیر توسعه سرعت می‌گیرد. از طرفی، ناکارآمدی نهادها هزینه‌های زیادی نظیر کاهش رشد اقتصادی، عدم سرمایه‌گذاری مولد و بی‌اعتمادی به نهادها را به جامعه تحمیل می‌کند.

علاوه‌برآن، کیفیت نهادی، رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام را تعدیل می‌کند، به‌نحوی‌که با افزایش کیفیت نهادی، تأثیر کنترل فساد بر توسعه بازار سهام تقویت می‌شود.

همچنین، درآمد سرانه تأثیر مثبت و معنی‌داری بر توسعه بازار سهام دارد. دراین‌خصوص، نتایج مؤید دیدگاه پیروی تقاضا (دنباله‌روی تقاضا) است که بر اساس آن، تغییر بازارهای مالی واکنش انفعالی به رشد اقتصادی است. به عبارتی، توسعه بازارهای مالی ناشی از افزایش تقاضا برای خدمات آن‌ها است که از رشد اقتصادی نشئت می‌گیرد.

درنهایت، تأثیر نرخ ارز خارجی بر توسعه بازار سهام معنی‌دار نمی‌باشد. دراین‌رابطه، نتایج تحقیق حاضر از مدل‌هایی حمایت می‌کند که در آن‌ها، نرخ ارز ارتباطی با بازار سهام ندارد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر باهدف بررسی تأثیر کیفیت نهادی در رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام به انجام رسیده است. باتوجه‌به نتایج تخمین مدل، فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه «کنترل فساد با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب رابطه مثبت و معنی‌داری دارد» پذیرفته می‌شود. مرور مطالعات تجربی نشان می‌دهد که یافته‌های پژوهش حاضر با نتایج مطالعه ژانگ (Zhang, 2012) در سطح بین‌المللی و همچنین با نتایج پژوهش‌های داخلی از جمله جواهری و همکاران (Javaheri *et al.*, 2021)، خداپرست مشهدی و کردی (Khodaparast Mashhadi and Kordi, 2018) و پایتختی اسکویی و همکاران (Paytakhti Oskouei *et al.*, 2012) هم‌خوانی دارد. بااین‌حال، نتایج پژوهش موسلی و همکاران (Mouselli *et al.*, 2016) در تضاد با یافته‌های این تحقیق است.

به‌طور کلی، افزایش فساد منجر به کاهش انگیزه افراد برای مشارکت در فعالیت‌های تولیدی اقتصادی شده و درنتیجه، رشد اقتصادی را در سطح پایین‌تری قرار می‌دهد. یکی از عوامل کلیدی مؤثر بر سطح فساد، کیفیت نهادهای اقتصادی از جمله کارآمدی دولت، کیفیت اجرای مقررات و حاکمیت قانون در جامعه است (Zhang, 2012; Javaheri *et al.*, 2021; Khodaparast Mashhadi and Kordi, 2018; Paytakhti Oskouei *et al.*, 2012).

بروکراسی اداری ناکارآمد، پرهزینه، وقت‌گیر و در یک‌کلام تحمیل هزینه‌های مبادله‌ای است، عقلانیت اقتصادی فعالان اقتصادی به روش‌های کم‌هزینه‌تر می‌انجامد و آن‌ها را به انتخاب روشی که مستلزم صرف هزینه کمتر است ترغیب می‌کند. اینجاست که راه فساد اداری به‌عنوان گزینه‌ای جایگزین برای گذراندن مسیر طولانی و طاقت‌فرسا اداری مطرح می‌شود و کم‌کم به‌قاعده بازی دلالان اقتصادی تبدیل می‌شود. این قاعده جدید و غیررسمی اگرچه ازنظر ارزشی مذموم و ناپسند است، اما ازنظر اثباتی بهتر از قاعده متعارف و قانونی بازی است. البته باید توجه داشت که این ادعا مختص کشورهایی است که از بوروکراسی ناکارآمد رنج می‌برند و ایران را می‌توان یکی از این کشورها دانست.

باتوجه‌به نتایج تخمین مدل، فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه «کیفیت نهادی با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب رابطه مثبت و معنی‌داری دارد» پذیرفته می‌شود. با نگاهی به مطالعات تجربی، مشخص می‌شود که نتیجه تحقیق حاضر با نتایج مطالعات آیادی و همکاران (Ayadi *et al.*, 2015)، وینفول و همکاران (Winful *et al.*, 2016)، ماناسه و همکاران (Manasseh *et al.*, 2017)، خان و همکاران (khan *et al.*, 2018)، آبایدو و آگیاپونگ (Abaidoo and Agyapong, 2022) در خارج و نتایج مطالعات پایتختی اسکویی و همکاران (Paytakhti Oskouei *et al.*, 2012) اشرفی و همکاران (Ashrafi et al. 2013) خداپرست مشهدی و کردی (Khodaparast Mashhadi and Kordi, 2018) جواهری و همکاران (Javaheri *et al.*, 2021) در داخل مطابقت دارد، اما نتیجه پژوهش اوجکا و همکاران (Ojeka et al., 2019) مخالف با نتیجه این تحقیق است. در تبیین این یافته می‌توان گفت که کیفیت نهادی، رفاه بلندمدت ملت را افزایش می‌دهد زیرا کشورهای باکیفیت نهادی بالا سیستم‌های توسعه مالی بهتری دارند (Alawi *et al.*, 2022).

ساختار نهادی ضعیف، سطوح پایین دموکراسی و حقوق مالکیت نه‌چندان مناسب در کشورهای درحال‌توسعه تأثیر منفی بر عملکرد توسعه مالی بر اقتصاد دارد و از عملکرد صحیح این متغیرها جلوگیری می‌کند. درواقع ضعف بستر حاکمیتی این کشورها بر عملکرد سایر متغیرها تأثیر منفی گذاشته و به‌این‌ترتیب مانع از توسعه کشور شده است. ضعف کارایی مؤسسات و مؤسسات مالی در تجهیز منابع سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از دلایل اصلی ناکارآمدی توسعه مالی دانست. نحوه آزادسازی بازارهای مالی، ضعف مدیریت مالی و عدم شکل‌گیری بازارهای منسجم و تنظیم‌شده باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل عدم تخصیص بهینه منابع و تأثیر منفی بر توسعه مالی می‌شود.

باتوجه‌به نتایج تخمین مدل، فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه «کیفیت نهادی در رابطه کنترل فساد با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد» پذیرفته می‌شود. بررسی مطالعات تجربی نشان می‌دهد که نتایج پژوهش لاکشمی و همکاران (Lakshmi *et al.*, 2021) همسو با نتیجه تحقیق حاضر می‌باشد و بر اساس آن، کیفیت بروکراتیک منجر به کاهش تأثیر منفی فساد بر بازار سهام می‌شود.

باتوجه‌به نتایج تخمین مدل، فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه «درآمد سرانه با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب رابطه مثبت و معنی‌داری دارد» پذیرفته می‌شود. با مرور مطالعات تجربی، مشاهده می‌شود که نتیجه تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های ماناسه و همکاران (Manasseh *et al.*, 2017)، عبدین و همکاران (Abedin *et al.*, 2020) در خارج و نتایج پژوهش اشرفی و همکاران (Ashrafi *et al.*, 2014) در داخل مشابهت دارد

توجه به نتایج تخمین مدل، فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه «نرخ ارز خارجی با توسعه بازار سهام در کشورهای منتخب رابطه مثبت و معنی‌داری دارد» پذیرفته نمی‌شود. با نگاهی به مطالعات تجربی، مشخص می‌شود که نتایج اغلب مطالعات ازجمله مطالعه در خارج و نتایج مطالعه در داخل نشان می‌دهد که تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام معنی‌دار است و با نتیجه این تحقیق سازگاری ندارد.

باتوجه‌به نتایج یک مطالعه در مورد تأثیر مثبت کیفیت نهادی و کنترل فساد بر توسعه بازار سهام، انتظار می‌رود که اقتصاددانان و سیاست‌مداران در ایران برای بهبود کنترل فساد و سایر شاخص‌های حکمرانی خوب ازجمله دولت تلاش کنند. کارایی، ثبات سیاسی و عدم وجود خشونت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و حق اظهارنظر و پاسخ به تقویت توسعه مالی کمک می‌کند. باتوجه‌به تأثیر مثبت تولید ناخالص داخلی سرانه بر توسعه بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود اقتصاددانان و سیاست‌گذاران در ایران چارچوبی را برای تقویت توسعه مالی از طریق اجرای برنامه‌ها و سیاست‌های محرک تولید فراهم کنند. در این راستا، داده‌ها نشان می‌دهد که افزایش بهره‌وری عوامل تولید یکی از مؤثرترین راه‌ها برای دستیابی به رشد تولید است. همچنین این مطالعه می‌تواند چارچوبی برای مطالعات آینده در زمینه توسعه مالی باشد.

٦- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۷- منابع

Abaidoo, R., & Agyapong, E. K. (2022). Financial development and institutional quality among emerging economies. *Journal of Economics and Development*, *24*(3), 198-216.

Abedin, M. T., Sen, K. K., Rahman, M. R., & Akter, S. (2020). Socioeconomic factors of stock market development: The role of tertiary education. *Journal of European Economy*, *19*(2), 224-245.

Agbiboa, D. E. (2010). The corruption-underdevelopment nexus in Africa: which way Nigeria?!. *The Journal of Social, Political, and Economic Studies*, *35*(4), 474.

Alawi, S. M., Abbassi, W., Saqib, R., & Sharif, M. (2022). Impact of financial innovation and institutional quality on financial development in emerging markets. *Journal of risk and financial management*, *15*(3), 115.

Ali Imran, Z., Ejaz, A., Spulbar, C., Birau, R., & Rao Nethravathi, P. S. (2020). Measuring the impact of governance quality on stock market performance in

developed countries. *Economic research-Ekonomska istraživanja, 33*(1), 3406-3426.

Anyanwu, J. C. (2017). Foreign direct investment. In *Handbook of globalisation and development* (pp. 131-152). Edward Elgar Publishing.

Ashrafi, Y., & Khoda Parast Mashhadi, M. (2014). The government role on financial development: A case study of OPEC countries. *QJERP*, *22*(70), 205-222. [In Persian]

Assadzadeh, A., & Pourqoly, J. (2013). The relationship between foreign direct investment, institutional quality and poverty: Case of MENA countries. *Journal of Economics, Business and Management*, *1*(2), 161-165.

Ayadi, R., Arbak, E., Naceur, S. B., & De Groen, W. P. (2015). *Determinants of financial development across the Mediterranean* (pp. 159-181). Springer International Publishing.

Aziz, M. N., & Sundarasen, S. D. D. (2015). The impact of political regime and governance on ASEAN economic growth. *Journal of Southeast Asian Economies*, 375-389.

Azizi, Z. , Berari, A. and Ahmadpoor, A. (2021). The Impact of Institutional Quality Indices on Financial Development (Case Study: Eurasian Region Developing Countries). *The Journal of Economic Studies and Policies, 8*(1), 251-278. [In Persian]

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). Legal theories of financial development. *Oxford Review of Economic Policy*, *17*(4), 483-501.

Chebab, D., Mazlan, N. S., Ngah, W. A. S. W., & Chin, L. (2020). Is finance-growth nexus linear in selected countries of Middle East and Northern Africa?. *Journal of Economic Integration*, *35*(2), 326-352.

Dahlström, C. (2012). Bureaucracy and the different cures for grand and petty corruption.

Fry, M. J. (1989). Financial development: theories and recent experience. *Oxford review of economic policy*, *5*(4), 13-28.

Ghardallou, W., & Sridi, D. (2020). Democracy and economic growth: A literature review. *Journal of the knowledge economy*, *11*(3), 982-1002.

Hazaveh, A., & Madanchi Zaj, M. (2023). A review of investment ethics with the approach of financial crises. *Advances in Finance and Investment*, *3*(9), 171-194. [In Persian]

Hoinaru, R., Buda, D., Borlea, S. N., Văidean, V. L., & Achim, M. V. (2020). The impact of corruption and shadow economy on the economic and sustainable development. Do they “sand the wheels” or “grease the wheels”?. *Sustainability*, *12*(2), 481.

Javaheri, B. , Ahmadzade, K. and Shahveisi, H. (2021). Investigating the Effect of Institution Quality on Financial Development in Developing Countries. *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*, *7*(4), 251-270. [In Persian]

Khan, M. A., Ilyas, R. M. A., & Hashmi, S. H. (2018). Cointegration between institutional quality and stock market development. *NUML International Journal of Business & Management, 13*(2), 90-103.

Khayyat Rasouli, M., Aleemran, R., Mehregan, N., & Mohammadzade, P. (2021). The impact of government effectiveness and type of financial systems on the economic growth of selected Islamic countries. *MIEAOI, 9*(33), 89-119. [In Persian]

Khodaparast Mashhadi, M. and Kordi, A. (2018). The impact of various combinations of corruption on attracting capital in developing countries Parallel with Iran. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, *7*(25), 155-175. [In Persian]

Lakshmi, G., Saha, S., & Bhattarai, K. (2021). Does corruption matter for stock markets? The role of heterogeneous institutions. *Economic modelling*, *94*, 386-400.

Majidzadeh, F. and Dahmardeh, N. (2023). Investigating the role of institutional quality in the impact of natural resource rents on Iran's financial development. *Economic Growth and Development Research*, *13*(49), 122-107. [In Persian]

Manasseh, C. O., Mathew, T. E., & Ogbuabor, J. E. (2017). Investigating the nexus between institutional quality and stock market development in Nigeria: an autoregressive distributed lag (ARDL) approach. *African Development Review, 29*(2), 272-292.

Mohseni Zonouzi, S. J. , Hekmati Farid, S. and Talebpour, S. (2017). The Impact of Corruption and Liquidity Control on Economic Growth in Selected Developing Countries. *Journal of Economics and Modelling, 7*(28), 85-106. [In Persian]

Moradi, M., Hassanvand, D., Derakhshani, K., & Sarlak, A. (2021). The effect of corruption control and trust and financing on entrepreneurship development in selected countries of MENA. *Journal of Business Management, 13*(51), 147-166. [In Persian]

Mouselli, S., Aljazaerli, M. A., & Sirop, R. (2016). Corruption and stock market development: New evidence from GCC countries. Business: *Theory and Practice*, *17*(2), 117-127.

Narayan, P. K., Sharma, S. S., & Thuraisamy, K. S. (2015). Can governance quality predict stock market returns? New global evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, *35*, 367-380.

Ogbuabor, J. E., Orji, A., Manasseh, C. O., & Anthony-Orji, O. I. (2020). Institutional quality and growth in West Africa: what happened after the great recession?. *International Advances in Economic Research*, *26*(4), 343-361.

Ojekaa, S., Adegboyea, A., Adegboye, K., Umukoro, O., Dahunsi, O., & Ozordi, E. (2019). Corruption perception, institutional quality, and performance of listed companies in Nigeria. *Heliyon*, *5*(10), e02569.

Orji, A., Ogbuabor, J. E., Nwosu, E., Anthony-Orji, O. I., & Isaac, S. T. (2019). Financial development, human capital and economic growth in Nigeria: An empirical analysis. *Journal of Academic Research in Economics*, *11*(3), 507-531.

Papaioannou, E. (2009). What drives international financial flows? Politics, institutions and other determinants. *Journal of Development economics*, *88*(2), 269-281.

Paytakhti Oskouei, S. A., Pour Karim, V., & Tabaqchi Akbari, L. (2012). The impact of institutional factors on capital market development: Evidence from Iran and selected OIC member countries. *Journal of Economic Studies*, *2*(2), 112-137. [In Persian]

Sabahi, A. and Malekosadati, S. (2010). Effects of Corruption Control on Economic Growth. *Iranian Journal of Trade Studies*, *14*(53), 131-158. [In Persian]

Sepehrdoust, H., & Ebrahimnasab, S. (2015). Impact of administrative-financial corruption control on financial development of life insurance market. *Iranian Journal of Insurance Research*, *5*(1), 51-62. [In Persian]

Shaghaghi, F. , Pakmaram, A. and Badavarnahandi, Y. (2020). The Effect of Institutional Quality Components on Stock Market Variables (Selected Islamic and Non-Islamic Countries). *Iranian Journal of Economic Research*, *25*(85), 137-166. [In Persian]

Shi, Y., Ahmed, K., & Paramati, S. R. (2021). Determinants of stock market development and price volatility in ASEAN plus three countries: The role of institutional quality. *International Journal of Finance & Economics*, *26*(1), 560-572.

Soleymanian, M., & Banitalebi Dehkordi, B. (2023). The role of digital innovation in financial markets from the perspective of knowledge and presentation of the proposed model. *Advances in Finance and Investment*, *4*(1), 55-82. [In Persian]

Stiglitz, J. E. (1993). The role of the state in financial markets. *The world bank economic review*, *7*(suppl_1), 19-52.

Tanzi, V. (1998). Corruption around the world: Causes, consequences, scope, and cures. *Staff papers*, *45*(4), 559-594.

United Nations Office on Drugs. (2004). *United Nations convention against corruption*. UN.

Wanjiru, R., & Prime, K. S. (2020). Institutional capacity, trade and investment in African economies. *The handbook of global trade policy*, 418-438.

Winful, E. C., Sarpong, D., & Agyei-Ntiamoah, J. (2016). Relationship between institutional quality and stock market performance: Evidence from emerging economies. *African Journal of Business Management*, *10*(19), 469-484.

Yu, S., & Jong-A-Pin, R. (2020). Rich or alive? Political (in) stability, political leader selection and economic growth. *Journal of Comparative Economics*, *48*(3), 561-577.

Zahed Gharavi, M., Karimi, S., Elmi, Z., & Gilak Hakim'abadi, M. T. (2019). The Effect of Corruption on the Growth of the Iran's Economy: A Talent Allocation Approach. *Journal of Economic Essays; an Islamic Approach*, *16*(32), 269-296. [In Persian]

Zhang, A. (2012). An examination of the effects of corruption on financial market volatility. *Journal of Emerging Market Finance*, *11*(3), 301-322.

COPYRIGHTS

© 2025 by the author. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).