



بررسی تأثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه: شواهدی از ایران و کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی

(صفحات ۱ تا ۲۴)

دکتر سید علی پایتختی اسکویی^۱، ولی پور کریم^۲، لاله طبیحی اکبری^۳

چکیده

امروزه بهبود روابط بین انسان‌ها و کاهش احتمال بروز اختلافات در روابط انسانی مورد توجه اقتصاددانان نهادگرا قرار گرفته است. نهادها با ایجاد یک ساختار باثبات در روابط انسانی، منجر به کاهش کاهش ناطمینانی، تشویق کارایی و بهبود عملکرد اقتصادی می‌شوند، که بازار سرمایه نیز از این مهم مبرا نمی‌باشد. در این مقاله به بررسی تأثیر شاخص‌های عوامل نهادی بر تفکیک حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد بر شاخص توسعه بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله‌شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) در ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ پرداخته شده است. بدین منظور برای برآورد اثرات متغیرها، از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی به شیوه حداقل مربعات معمولی پویا (DOLS) بهره‌جسته‌ایم. نتایج برآورد حاکی از آن است، که در کشورهای مورد مطالعه تمامی شاخص‌های عوامل نهادی تأثیر مثبت و معنادار بر شاخص توسعه بازار سرمایه دارند.

واژگان کلیدی: عوامل نهادی، بازار سرمایه، تکنیک هم‌انباشتگی پانلی، کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: P48, G14, C33.

۱. استادیار و عضو هیأت علمی، گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، تبریز، ایران (نویسنده مسئول).

Email: Paytakhti@iaut.ac.ir & Oskooe@yahoo.com

۲. مربی و عضو هیأت علمی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد هریس، هریس، ایران.

Email: Pourkarim@herisiau.ac.ir

Tel: 09141021449

۳. کارشناس ارشد اقتصاد، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، تبریز، ایران.

Email: Laleh_tabagchi@yahoo.com

۱. مقدمه

یکی از مهمترین بخش‌های اقتصادی کشورها، بازار سرمایه بوده، که اهمیت آن بر کسی پوشیده نیست. بازار سرمایه ارتباط نزدیکی با ساختار اقتصادی کشورها داشته و قوت و ضعف آن می‌تواند نشان دهنده وضعیت اقتصادی کشورها باشد. توسعه بازار سرمایه می‌تواند نقش مهمی در رشد درآمد ملی کشور و رفاه عمومی جامعه ایفا کند. بورس اوراق بهادار نیز به عنوان یکی از اصلی‌ترین ارکان بازار سرمایه در کشورها، قادر است ضمن تجهیز و سرازیر کردن پس اندازهای راکد و سوق دادن آنها به سمت تولید، حرکت به سوی رشد و توسعه را سرعت بخشد (عباسیان و همکاران، ۱۳۸۶، ۱۳۶).

از آنجائی که بازار سرمایه به دلیل اثرات ضد تورمی در مقایسه با بازار پول، در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری از اولویت برخوردار بوده، بنابراین شناخت عوامل موثر بر آن می‌تواند در جهت‌دهی سرمایه، به سرمایه‌گذاران کمک قابل ملاحظه‌ای نماید. که در این بین، نقش عوامل نهادی حائز اهمیت فراوانی می‌باشد (پیرایی و شهسوار، ۱۳۸۸، ۲۲).

سوال پژوهش حاضر این است، که شاخص‌های عوامل نهادی چه تأثیری بر شاخص توسعه بازار سرمایه دارند؟ از آنجائیکه در اکثر مطالعات انجام گرفته در زمینه ارتباط بین بازار سرمایه با متغیرهای اقتصادی، توجهی به شاخص‌های عوامل نهادی به ویژه در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی در قالب تکنیک هم‌انباشتگی پانلی نشده است و عمدتاً بر شاخص‌های بازار پول، رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تأکید شده است. لذا، این مطالعه تلاش می‌کند تأثیر عوامل نهادی را به تفکیک حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد را به عنوان عوامل تأثیر گذار بر شاخص توسعه بازار سرمایه در ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۲ به شیوه هم‌انباشتگی پانلی با رهیافت حداقل مربعات معمولی پویا^۱ (DOLS) مورد مطالعه و بررسی قرار دهد.

مقاله‌ی حاضر در شش بخش تنظیم شده است. در بخش دوم مقاله، مبانی نظری و در بخش سوم پیشینه تحقیق مرور می‌شوند. معرفی الگو در بخش چهارم و یافته‌های تحقیق در بخش پنجم ارائه می‌شوند. بخش ششم نیز به نتیجه‌گیری و پیشنهادات اختصاص دارد.

^۱. Dynamic Ordinary Least Squares

۲. مبانی نظری

نهاد مفهومی گسترده دارد، که به اشکال مختلف تعریف شده است، اما متأسفانه تعریف روشن و قابل سنجشی که بر روی آن اجماع باشد وجود ندارد. به گفته داگلاس نورث^۱ نهادها، قوانین بازی در جامعه اند. در نتیجه نهادها سبب ساختارمند شدن انگیزه‌های نهفته در مبادلات بشری می‌شوند، چه این مبادلات سیاسی باشند چه اقتصادی و اجتماعی. در یک تعبیر کلی، نهادها مشتمل بر باورها، رفتارها (حوزه عقلانی یا غیرعقلانی)، سنت‌ها، ضوابط و مقررات حقوقی هستند، که پیرامون یک هسته اصلی، مجموعه هماهنگی را شکل می‌دهند. از این لحاظ نهادهای خوب به عنوان ایجاد کننده یک ساختار انگیزشی مطرح می‌شوند که باعث کاهش نااطمینانی، تشویق کارایی و بنابراین کمک به بهبود عملکرد اقتصادی می‌گردند (مبارک، ۱۳۸۹، ۷۶).

می‌توان بین سه شکل از نهادها تمایز قائل شد (نهادهای سیاسی، اقتصادی و اجتماعی). نهادهای سیاسی شامل نوع حکومت، قدرت تخصیص داده شده و محدودیت‌های اعمال شده روی سیاست‌گذاران و نخبگان سیاسی است. نهادهای اقتصادی (مانند حقوق مالکیت) شکل دهنده محیط اقتصادی هستند، که افراد و شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند. نهادهای اقتصادی خود توسط نهادهای سیاسی و به‌طور کلی‌تر توسط نهادهای اجتماعی شکل یافته‌اند. در کل در ارتباط با توزیع منابع تضاد منافی وجود دارد و تا حدی در مورد نهادهای اقتصادی. یک عامل مهم در تشخیص نتیجه چنین تضادی، تخصیص قدرت سیاسی است، که خود آن به طور معنی داری از سوی ساختار نهادهای سیاسی متأثر می‌گردد. این که چه نوع نهاد اقتصادی در جامعه برقرار خواهد شد به این موضوع بستگی دارد که چه کسی قدرت سیاسی را برای ایجاد یا مسدود کردن نهادهای اقتصادی در اختیار داشته باشد. آموزش، بهداشت، حمایت از شهروندان فقیر و ناتوان از تحصیل درآمد مورد قبول برای زندگی، آداب و رسوم و ارزش‌ها نیز از جمله نهادهای اجتماعی رسمی و غیر رسمی در یک جامعه به‌شمار می‌روند که در شکل دادن محیط اقتصادی نقش مهمی دارند (آسمگلو و جامز^۲، ۲۰۰۱).

فعالیت جمعی منافی را برای جامعه در پی دارد، که با عمل فردی حاصل نمی‌شود. بنابراین ابتکارات عمل جمعی موفقیت آمیز می‌تواند به عنوان بهبود دهنده رفاه به‌شمار آید. اما این

^۱ North

^۲ Acemoglu & James

عمل جمعی در کنار منافع هزینه‌هایی (مانند رفتارهای فرصت طلبانه و سواری مجانی در جهت حداکثر سازی منافع شخصی) را نیز در بر دارد و برای کاهش این هزینه‌ها ابزارهایی مورد نیاز است، که نهادها همان ابزارهای مناسب برای این منظور محسوب می‌شوند. به خاطر این که نهادها به حل مسائل مربوط به هماهنگی برنامه‌های کارگزاران، به ارتقای رفتارهای مشارکتی و ماورای فرصت طلبی کمک می‌کنند و پیامدهای خارجی کارگزاران را درونی کرده و نیز باعث کاهش عدم اطمینان در فعالیت‌ها می‌شوند. نهادها همچنین از تکوین سرمایه اجتماعی و از تجربه عمل جمعی تاریخی که به نوبه خود بر احتمال پذیرش فعالیت جمعی اثر مثبت دارد حمایت می‌کنند. اعتماد، اعتبار و رفتار متقابل سه ویژگی کلیدی رفتار انسانی را شکل می‌دهند، که تمایل به ایجاد مشارکت و تداوم آن در طول زمان را تحت تأثیر خود قرار می‌دهند. رابطه مدور بین اعتماد، اعتبار و رفتار متقابل سطح مشارکت در بین افراد را افزایش می‌دهد و بنابراین زمینه را برای قوه ابتکار فعالیت جمعی مهیا می‌سازد. در این زمینه نهادها قادر به ایجاد مجموعه درستی از انگیزه‌ها خواهند بود که می‌توانند برقراری رابطه دایره وار بالا را سرعت بخشند و گسترش رفتارهای مشارکتی را آسان و مجاز نمایند (بارو^۱، ۱۹۹۹).

کافمن و همکارانش^۲ در بانک جهانی برای فاکتورهای نهادی شش شاخص حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد را معرفی کردند، که در این مقاله نیز از آنها بهره جسته و ارتباط آنها با شاخص توسعه بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد. در ادامه هر یک از شاخص‌های شش گانه به اختصار مورد بررسی قرار می‌گیرد:

- **حق اعتراض و پاسخگویی:** این شاخص بیانگر مفاهیمی چون حقوق سیاسی، آزادی بیان و تجمعات سیاسی و اجتماعی، آزادی مطبوعات، میزان نمایندگی حکام از طبقات اجتماعی، فرآیندهای سیاسی در برگزاری انتخابات و ... می‌باشد که با عنوان شاخص دموکراسی نیز مطرح می‌شود (غفاری، ۱۳۸۳).

¹ Barro

² Kauffman et al

- ثبات سیاسی بدون خشونت: بیانگر مفاهیمی مانند ناآرامی‌های اجتماعی، ترور و اعدام‌های سیاسی، کودتا، آشوب‌های شهری، تنش‌های قومی و انتقال آرام قدرت در سطوح بالا می‌باشد (همان منبع).

- اثر بخشی دولت: کارایی یا اثر بخشی دولت با سیاست‌گذاری و اجرا توسط دولت برای حمایت سیستم بازار مورد توجه واقع شده، همچنین به توانایی دولت در قانون‌گذاری، داوری دادگاه‌ها، تصمیمات مدیریتی در ارتباط با حاکمیت قانون، عدالت مدیریتی و قضایی مانند پاسخگویی و شفافیت اشاره می‌کند. به علاوه کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی و صلاحیت و شایستگی کارگزاران را بیان می‌کند (هال و چارلس^۱، ۱۹۹۹).

- کیفیت مقررات: این شاخص بیانگر مفاهیمی چون مقررات دست و پاگیر، مداخله دولت در اقتصاد، سیاست‌های رقابتی، موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای، دسترسی به بازارهای سرمایه می‌باشد که با عنوان کیفیت بوروکراسی نیز مطرح می‌شود (خانه آزادی^۲، ۲۰۱۴).

- حاکمیت قانون: اعتماد مردم به قوانین، قابلیت پیش بینی دستگاه قضایی، وجود جرم‌های سازمان یافته، احتمال موفقیت در شکایت علیه دولت از جمله مولفه‌های سنجش شاخص حاکمیت قانون می‌باشند (همان منبع).

- کنترل فساد: تعریف سازمان شفافیت بین‌الملل از فساد عبارت است از: "سوء استفاده از قدرت عمومی به نفع منافع خصوصی. برای نمونه پرداخت رشوه به مقامات دولتی، باج‌گیری در تدارکات عمومی یا اختلاس اموال عمومی". این شاخص مفاهیمی چون فساد در میان مقامات رسمی، اثر بخشی تدابیر ضد فساد، تأثیر آن بر جذب سرمایه‌های خارجی، پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی و ... را اندازه‌گیری می‌کند (غفاری، ۱۳۸۳).

تأثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه از کانال‌های مختلفی انجام می‌گیرد. در بیشتر موارد این رویداد سبب افزایش تلاطم در بازارهای سرمایه می‌شود، به عبارت دیگر بازار سرمایه به این عوامل نهادی واکنش نشان می‌دهد (کشاورز حداد و حیدری، ۱۳۸۹، ۱۱۴). تجهیز بازار سرمایه و تأمین مالی مورد نیاز اجرای پروژه‌های جدید و توسعه پروژه‌های

¹ Hall & Charles

² Freedom House

موجود در این بازار از بخش‌های مهم پیشبرد برنامه‌های توسعه اقتصادی می‌باشد. بازار سرمایه جایگاه سرمایه و ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی هر کشوری بوده و ارزش سهام معامله‌شده در این بازار می‌تواند نمایانگر وضعیت اقتصادی هر کشوری باشد. دریانی، بازار سرمایه در اقتصاد هر کشوری از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده و از این روست که رویکرد برنامه‌های اصلاح نهادی در قبال توسعه و رونق این بازار و سهولت دسترسی به آن، بسیار بااهمیت می‌باشد. (شجری، ۱۳۸۸، ۱۶).

جهت‌گیری یک اقتصاد به سمت ایجاد اصلاحات در ساختار نهادها می‌تواند به ترغیب سرمایه‌گذاری بینجامد و از این طریق، پویایی اقتصادی و رشد پایدار را به همراه داشته باشد (عبدلی^۱، ۲۰۱۳). استیگلیتز^۲ معتقد است، تعامل سازنده عوامل نهادی می‌تواند راه‌گشای موفقیت فرآیند اصلاحات مالی باشد. نهادهای کارآمد، محیط مناسبی برای تنظیم روابط مالی را به گونه‌ای کم‌هزینه، ساده و به دور از اتلاف وقت مهیا و از این رهگذر به‌عنوان دست‌یاری دهنده بازار موجبات توسعه بازارهای مالی را فراهم می‌سازند (بیوتکیویسیز و یانیککایا^۳، ۲۰۰۶).

هر گونه اصلاحات در حوزه عملکرد عوامل نهادی برای افزایش کارایی قوانین و مقررات، برقراری حاکمیت قانون، فراهم کردن امنیت لازم برای فعالیت‌های مولد اقتصادی، تضمین حقوق مالکیت، ایجاد ثبات اقتصادی و سیاسی، تسهیل ضوابط مربوط به تولید و تجارت، توسعه نهادهای مالی و زیرساخت‌های اقتصادی، ایجاد فضای سالم، شفاف و رقابتی در اقتصاد و نظایر آن می‌تواند اقدامی برای فراهم کردن بستر مناسب برای سرمایه‌گذاری ارزیابی شود. چراکه، بی‌ثباتی و ناامنی اقتصادی و اجتماعی، گسترش فساد در نظام اداری و اجرایی کشور، ناکارآمدی نظام قضایی (طولانی‌شدن دادرسی، فساد در نظام قضایی، بی‌عدالتی و ...)، وجود کشمکش‌های داخلی و تنش‌های بین‌المللی و ناکارآمدی قوانین و مقررات، موجب افزایش هزینه‌های مبادلاتی، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و لذا کاهش انگیزه برای فعالیت‌های مولد اقتصادی شده که پیامد آن در بازار سرمایه نیز جلوه خواهد کرد، به طوری که در بلندمدت رکود گسترده‌ای بر این بازار سایه خواهد افکند و مانعی بزرگ در مسیر توسعه رضایت‌بخش و مطلوب این بازار مالی خواهد بود (تاوارس^۴، ۲۰۰۹، ۶۶).

¹ Abdli

² Stiglitz

³ Butkiewicz & Yanikkaya

⁴ Tavares

کارگزاران بخش خصوصی برای حضور مؤثر در عرصه سرمایه‌گذاری به محیطی آرام، مطمئن و امن نیاز دارند. محیط آرام، مطمئن و امن، زاینده ماهیت و رفتار دولت، عملکرد شهروندان و ساختار سیاسی - اجتماعی جامعه و محیط بین‌المللی است (شریف آزاده و بحرینی، ۱۳۸۸، ۱۸۸). اگر بخش خصوصی نسبت به دولت بی‌اعتماد باشد، این بی‌اعتمادی را به اشکال مختلف - از جمله خودداری از سرمایه‌گذاری مؤثر و در پیش گرفتن سیاست صبر و انتظار - ابراز خواهد کرد. اگر دستگاه قضایی، فاسد، غیر قابل پیش بینی یا ناکارآمد باشد، مردم مجبور خواهند شد به سازو کارها و توافق‌های غیر رسمی تکیه کنند. ضرورت اتکا به چنین ساز و کارهایی، سرمایه‌گذاران را وادار می‌دارد که خود را درگیر قراردادهای پیچیده و زمان بر نکنند. اگر در جامعه حاکمیت نظم و قانون برقرار نباشد؛ بی‌اعتنایی به قراردادهای بویژه از جانب دولت رواج داشته باشد؛ سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی با خطر مصادره اموال خود از سوی دولت رو به رو باشند؛ تنش‌های نژادی و قومی و درگیری‌های درون یا برون مرزی به میزان چشمگیری محتمل باشد؛ نظام سیاسی حاکم و رهبران آن از ثبات کافی برخوردار نباشند و در مجموع اگر سرمایه‌گذار در جامعه‌ای «احساس امنیت» نکند، از رو کردن دارایی خود و سرمایه‌گذاری خودداری خواهد کرد. در این حالت، سرمایه‌گذاران ممکن است سرمایه خود را به کشورهای دیگر منتقل کنند یا این که آنها را در پروژه‌هایی کوچک تر و کوتاه مدت تر به کار اندازند (همان منبع).

کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی نیز به سبب شرایط ویژه اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، که در طی سالیان گذشته با آن مواجه بوده اند و نیز به دلیل دارا بودن موقعیت جغرافیایی استراتژیک خود جزو آن دسته از کشورهایی هستند، که متغیرهای نهادی می‌توانند نقش ویژه و مهمی را در تأثیرگذاری بر بازار سرمایه موجود و اجزاء متشکل آن داشته باشند (ایزنلو، ۱۳۸۵، ۵).

۳. پیشینه تحقیق

۳-۱- سوابق داخلی

- حسین زاده بازرگانی (۱۳۹۳)، در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر شاخص ترکیبی فاکتورهای نهادی (حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد) بر جریان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ۱۰ کشور

منتخب در حال توسعه پرداخت. این مطالعه با استفاده از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی با رهیافت حداقل مربعات معمولی (OLS) برای دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۲ انجام شد. نتایج ارتباط منفی و معنی دار بین شاخص ترکیبی فاکتور نهادی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را نشان می‌دهد.

- رحمانی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر شاخص ترکیبی فاکتورهای نهادی بر شاخص توسعه بازار پول (اعتبارات اعطایی توسط سیستم بانکی) پرداخت. این پژوهش برای ۹ کشور منتخب در حال توسعه طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۱ در قالب تکنیک هم‌انباشتگی پانلی با رهیافت حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) صورت گرفت و براساس نتایج حاصل از برآورد صورت گرفته، ارتباط منفی و معنی داری به اثبات رسید.

- پایتختی اسکوئی و همکاران (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای به بررسی تأثیر شاخص ترکیبی فاکتورهای نهادی (از دریچه‌های حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد) بر جریان رشد اقتصادی ۲۴ کشور منتخب در حال توسعه آسیایی پرداختند. این مطالعه با استفاده از شیوه داده‌های پانلی با رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۱ انجام شد و نتایج حکایت از تأثیر مثبت، شاخص ترکیبی فاکتورهای نهادی بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد مطالعه دارد.

۲-۳- سوابق خارجی

- عبدلی^۱ (۲۰۱۳)، در مقاله‌ای به بررسی تأثیر عوامل نهادی (حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد) بر شاخص توسعه بازار سرمایه (از دریچه رشد درآمدها) در ۲۱ کشور جنوب صحرائی آفریقا برای دوره زمانی ۱۹۸۱-۲۰۰۹ پرداخت. در این بررسی از روش داده‌های پانلی با رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شد و براساس برآورد حاصله؛ ارتباطات مثبت و معنی داری حاصل شد.

^۱ Abdli

- بالتاجی و همکاران^۱ (۲۰۰۹)، در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر عوامل نهادی (کنترل فساد، حاکمیت قانون، کیفیت مقررات، اثربخشی دولت و حقوق مالکیت) بر شاخص توسعه بازار سرمایه (از دریچه رشد درآمدها) منتخبی از کشورهای در حال توسعه و صنعتی پرداختند. جهت برآورد اثرات از روش داده‌های پانلی با رهیافت گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شد و نتایج یک ارتباط مثبت و معنی دار را نشان داد.

- تاواریس^۲ (۲۰۰۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عوامل نهادی (حاکمیت قانون) بر شاخص توسعه بازار سرمایه (بازدهی سهام) پرداخت. این مطالعه برای ۴۰ کشور منتخب جهان در قالب تکنیک داده‌های پانلی با رهیافت حداقل مربعات معمولی (OLS) صورت گرفت و براساس نتایج حاصل از برآورد صورت گرفته، یک رابطه مثبت و معنی داری به اثبات رسید.

بررسی پیشینه‌های تحقیق (سوابق داخلی و خارجی) نشان می‌دهد، مطالعه مشخصی در زمینه بررسی تأثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی صورت نگرفته است. براین اساس، این مطالعه سعی دارد با استفاده از روش نسبتاً نوین هم‌انباشتگی پانلی با رهیافت حداقل مربعات معمولی پویا^۳ (DOLS)، تأثیر عوامل نهادی را بر شاخص توسعه بازار سرمایه در منتخبی عضو سازمان کنفرانس اسلامی مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد.

۴. وضعیت شاخص‌های مورد بررسی

در این قسمت از مقاله، وضعیت شاخص‌های عوامل نهادی و توسعه بازار سرمایه به کار رفته در تحقیق با ترسیم نمودار در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ در ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. این شیوه تجزیه و تحلیل، دید کلی تری را ارائه نموده به پیشبرد اهداف تحقیق و تبیین پیشنهادات سیاست‌گذاری نیز کمک شایانی می‌کند.

¹ Baltagi et al

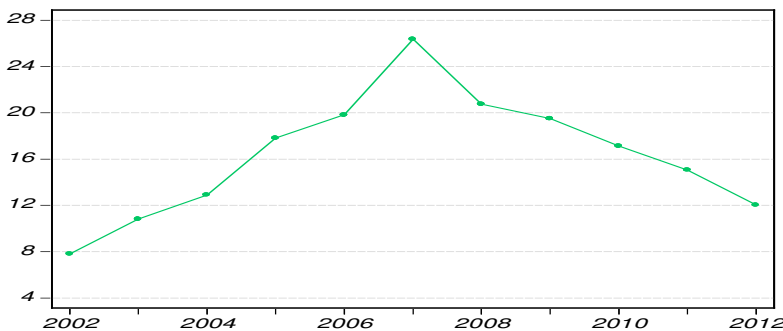
² Tavares

³ Dynamic Ordinary Least Squares

۴-۱. شاخص توسعه بازار سرمایه

یکی از مهم ترین بخش های بازارهای مالی هر کشور، بازار سرمایه است. نهادهای مالی کشورهای با بازارهای سرمایه توسعه یافته تر سریع تر رشد می کنند و کشورهای با بازارهای سرمایه ضعیف تر، به احتمال زیاد، بحران مالی و اثرات سوء بر رشد بلندمدت و توسعه را به همراه خواهند داشت. اگرچه به مدت طولانی، بازارهای سرمایه تا حد زیادی در کشورهای با درآمد بالا متمرکز شده بودند، ولی به تدریج با حرکت به سمت اقتصاد جهانی، در اقتصادهای در حال توسعه نیز بازارهای سهام جلوهی خاصی یافت و آنها را در سطح جهانی رقابتی کرد (معرفت و پایتختی اسکوئی، ۱۳۹۳)، که کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی نیز از این مهم مبرا نمی باشند.

آنچنان که از نمودار شماره ۱ قابل مشاهده است، شاخص بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) در طی دوره زمانی مورد بررسی، نوسانات قابل ملاحظه ای را در کشورهای مورد مطالعه به همراه داشته است. به طوریکه، از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ روند افزایشی داشته، ولی مابین سال های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ روند کاهشی را تجربه کرده است. در این بین روند کاهشی سال های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸ که مصادف با سال های شروع بحران اقتصادی می باشد، چشم گیرتر می باشد. چراکه در این دوران، حجم سهام معامله شده به واسطه سرمایه گذاری های اندک در این سیستم مالی (بدلیل کاهش سطح درآمدی) به طرز قابل ملاحظه ای کاهش یافته بود و افراد انگیزه ی زیادی برای سرمایه گذاری در بازار بورس نداشتند.



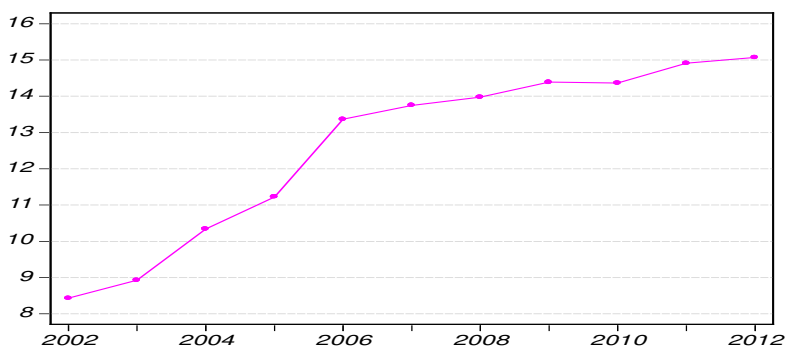
نمودار ۱: نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی

در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

۲-۴. شاخص‌های عوامل نهادی

بهبود و گسترش زیرساخت‌های عوامل نهادی می‌تواند در زمینه توسعه بازار سرمایه نقش قابل توجهی را ایفا کرده و عملکرد این بازار مالی را به طرز قابل ملاحظه‌ای فزونی بخشد. نقش و جایگاه عوامل نهادی، واقعیتی است که نمی‌توان نسبت به آن بی‌تفاوت بود. بی‌توجهی در این زمینه می‌تواند لطمات جبران‌ناپذیری را بر روند توسعه بازار سرمایه وارد کند. چرا که نهادها شکل دهنده محیط‌های مالی در کشورها می‌باشند. حتی به اعتقاد بسیاری از اندیشمندان، عامل اصلی عقب ماندگی بازار سرمایه برخی کشورها نبود بستر نهادی مناسب برای فعالیت‌های مولد می‌باشد نه کمبود منابع سرمایه (تاوارس^۱، ۲۰۰۹).

در این پژوهش از ۶ شاخص عوامل نهادی استفاده شده، که نمودارهای ۲، ۳، ۴، ۵، ۶ و ۷) وضعیت شاخص‌های عوامل نهادی را به ترتیب حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد در کشورهای منتخب مورد بررسی، در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ به تصویر می‌کشند.

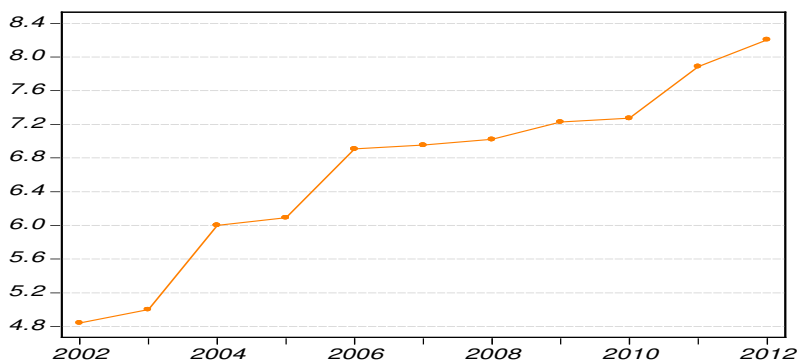


نمودار ۲: شاخص حق اعتراض و پاسخگویی در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

منبع: خروجی 8EViews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)

با توجه به نمودار شماره ۲، حق اعتراض و پاسخگویی در این کشورها عمدتاً روند بهبود را طی نموده و فقط مابین سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۱۰ روند کاهشی داشته است.

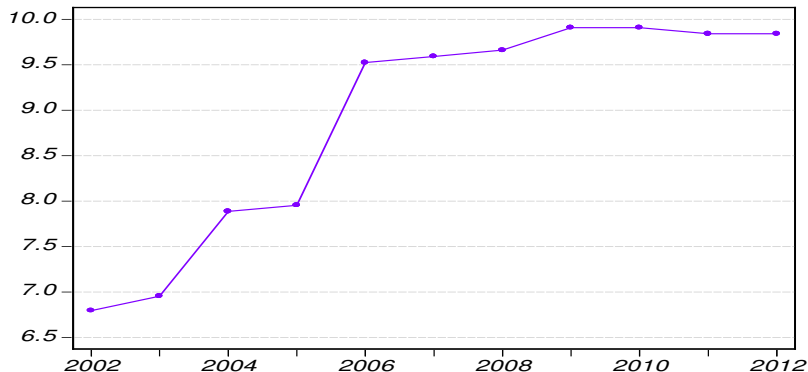
¹ Tavares



نمودار ۳: شاخص ثبات سیاسی بدون خشونت در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

منبع: خروجی 8Eviews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)

با توجه به نمودار شماره ۳ می‌توان دریافت که در کشورهای مورد مطالعه، شاخص ثبات سیاسی از یک روند صعودی برخوردار بوده است.

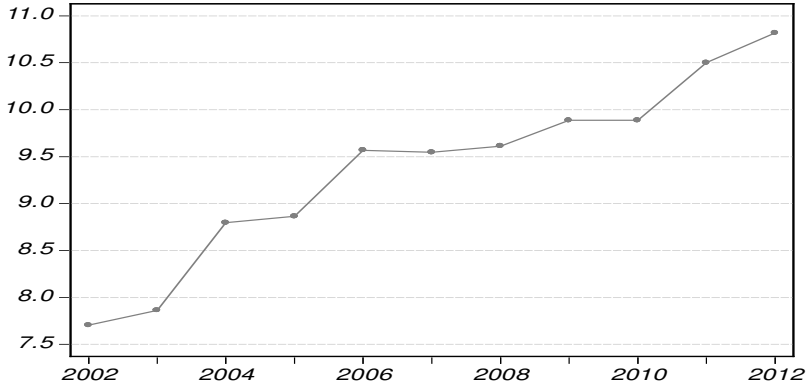


نمودار ۴: شاخص اثربخشی دولت در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

منبع: خروجی 8Eviews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)

با توجه به نمودار شماره ۴، می‌توان اذعان داشت که زمینه اثربخشی و کارایی دولت در کشورهای مورد بررسی در حالیکه تا سال ۲۰۱۰ در حال افزایش بوده، از این سال به بعد یک روند نزولی داشته است. روند افزایشی کیفیت مقررات نسبت به روند کاهش آن در

نمودار شماره ۵ چشم گیرتر بوده، البته مابین سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۷ و ۲۰۰۹-۲۰۱۰ این شاخص کاهش داشته است.



نمودار ۵: شاخص کیفیت مقررات در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

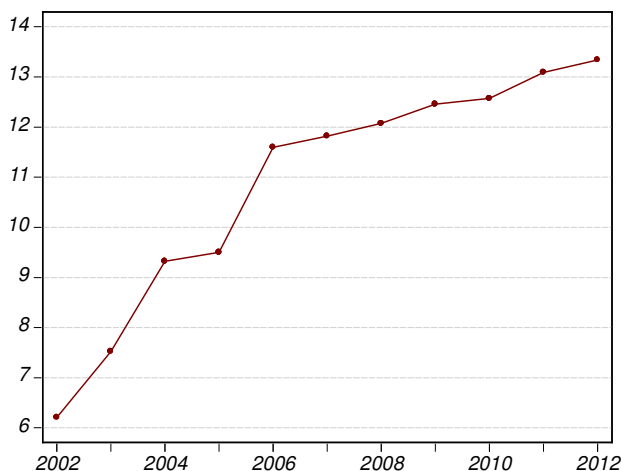
منبع: خروجی 8EViews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)



نمودار ۶: شاخص حاکمیت قانون در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

منبع: خروجی 8EViews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)

آن چنان که از نمودار شماره ۶ قابل مشاهده است، شاخص حاکمیت قانون در کشورهای مورد بررسی نوسان بیشتری را تجربه کرده است.



نمودار ۷: شاخص کنترل فساد در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲

منبع: خروجی 8Eviews براساس داده‌های بانک جهانی (۲۰۱۴)

با توجه به نمودار شماره ۷، می‌توان اظهار نمود که فساد تا حدود زیادی در کشورهای مورد بررسی کنترل شده است، چراکه این شاخص از یک روند افزایشی در طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ برخوردار بوده است.

با توجه به بررسی روند زمانی شاخص‌های بازار سرمایه و عوامل نهادی، تا حدی می‌توان انتظار توسعه مثبت و ملایم بازار سرمایه را در طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ در کشورهای مورد بررسی داشت. چراکه، شاخص‌های فوق در طی سال‌های مذکور تا حد قابل توجهی بهبود یافته‌اند.

۵. معرفی الگو

در این پژوهش تأثیر عوامل نهادی به تفکیک حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد بر شاخص توسعه بازار سرمایه برای ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی^۱ طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۲ مورد مطالعه قرار می‌گیرد و برای برآورد اثرات متغیرها نیز، از تکنیک

۱. ایران، بحرین، ساحل عاج، مراکش، مالزی، نیجریه، پاکستان، عربستان سعودی و تونس.

هم‌انباشتگی پانلی به شیوه حداقل مربعات معمولی پویا^۱ (DOLS) استفاده می‌شود. مدل مورد بررسی در این مقاله، با الهام از مقالات تاوارس^۲ (۲۰۰۹) و عبدلی^۳ (۲۰۱۳) به صورت زیر معرفی می‌شود:

$$CMIN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 VA_{it} + \alpha_2 PS_{it} + \alpha_3 GE_{it} + \alpha_4 RQ_{it} + \alpha_5 RL_{it} + \alpha_6 CC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن:

CMIN: بیانگر شاخص توسعه بازار سرمایه می‌باشد، که در قالب نسبت ارزش سهام معامله‌شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی وارد مدل می‌شود؛

شاخص‌های کیفیت نهادی نیز عبارتند از:

VA: نشان دهنده حق اعتراض و پاسخگویی است، که مفاهیمی چون حقوق سیاسی، آزادی بیان و تجمعات سیاسی و اجتماعی، آزادی مطبوعات، میزان نمایندگی حکام از طبقات اجتماعی، فرآیندهای سیاسی در برگزاری انتخابات و ... را دربر می‌گیرد؛

PS: بیانگر ثبات سیاسی بدون خشونت است، که از مفاهیمی همانند ناآرامی‌های اجتماعی، ترور و اعدام‌های سیاسی، کودتا، آشوب‌های شهری، تنش‌های قومی و انتقال آرام قدرت در سطوح بالا ناشی می‌شود؛

GE: بیانگر اثر بخشی دولت می‌باشد، که عمدتاً بیانگر توانایی دولت در قانون‌گذاری، داوری دادگاه‌ها، تصمیمات مدیریتی در ارتباط با حاکمیت قانون، عدالت مدیریتی و قضایی، کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی و صلاحیت و شایستگی کارگزاران می‌باشد؛

RQ: بیانگر کیفیت مقررات می‌باشد، که مفاهیمی چون مقررات دست و پاگیر، مداخله دولت در اقتصاد، سیاست‌های رقابتی، موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای، دسترسی به بازارهای سرمایه و ... را دربر می‌گیرد؛

¹ Dynamic Ordinary Least Squares

² Tavares

³ Abdullahi

RL: بیانگر حاکمیت قانون می‌باشد، که اعتماد مردم به قوانین، قابلیت پیش بینی دستگاه قضایی، وجود جرم‌های سازمان یافته، احتمال موفقیت در شکایت علیه دولت از جمله مولفه‌های اصلی سنجش شاخص حاکمیت قانون می‌باشند؛

CC: بیانگر کنترل فساد می‌باشد، که از مفاهیمی چون فساد در میان مقامات رسمی، اثر بخشی تدابیر ضد فساد، تأثیر آن بر جذب سرمایه‌های خارجی، پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی و ... ناشی می‌شود؛

E: نشان دهنده جمله خطای تصادفی است.

لازم به ذکر است با توجه به گستردگی شاخص کیفیت نهادی به نظر می‌رسد این شاخص می‌تواند انعکاسی از ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بازار بورس باشد. به همین منظور بر اساس مبانی نظری، از لحاظ نمودن متغیرهای مستقل دیگر که باعث پایین آمدن درجه آزادی مدل می‌شود، خوداری شده است. داده‌های مربوط به تمامی متغیرهای مدل مورد بررسی از بانک جهانی^۱ (WDI) استخراج شده اند.

جهت کسب اطمینان از کاذب نبودن رگرسیون حاصله قبل از برآورد مدل فوق، ابتدا آزمون ریشه واحد جهت بررسی مانایی داده‌های پانل و آزمون همجمعی برای بررسی هم‌انباشنگی و رابطه بلندمدت بین متغیرها مورد بررسی قرار گرفته است. در ادامه نیز آزمون‌های شناسایی مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت پس از مشخص شدن روش برآورد، تخمین مدل فوق صورت گرفته است.

۶. یافته‌های تحقیق

۶-۱. آزمون مانایی^۲

جهت بررسی مانایی متغیرها از آزمون ریشه واحد ایم، پسران و شین^۳ (IPS) استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر مبنی بر وجود یک ریشه واحد می‌باشد. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۱) ارائه شده است.

¹ World Development Indicators

² Stationarity

³ Im, Pesaran and Shin

با توجه به نتایج جدول (۱)، متغیر ثبات سیاسی بدون خشونت در سطح مانا می‌باشد ((I(۰))، ولی متغیرهای نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی، حق اعتراض و پاسخگویی، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد در سطح مانا نبوده و با یکبار تفاضل گیری مانا می‌شوند ((I(۱)).

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد متغیرها

آزمون ایم، پسران و شین		
متغیر	در حالت با عرض از مبدأ و روند (در سطح)	در حالت با عرض از مبدأ و روند (با یکبار تفاضل گیری)
CMIN	۰/۵۳۹۰	۰/۰۵۶۲
	(۰/۰۹۷۹)	(-۱/۵۸۷۲)
VA	۰/۹۸۵۰	۰/۰۰۵۷
	(۲/۱۶۹۰)	(-۲/۵۲۸۰)
PS	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۶
	(-۳/۵۰۶۸)	(-۳/۲۴۴۰)
GE	۰/۹۸۰۸	۰/۰۰۰۰
	(۲/۰۷۰۱)	(-۴/۱۹۲۰)
RQ	۰/۵۶۴۸	۰/۰۲۷۲
	(۰/۱۶۳۲)	(-۱/۹۲۲۹)
RL	۰/۸۶۷۸	۰/۰۰۰۰
	(۱/۱۱۶۲)	(-۴/۲۴۹۶)
CC	۰/۶۴۸۲	۰/۰۰۰۶
	(۰/۳۸۰۵)	(-۳/۲۴۹۲)

منبع: یافته‌های تحقیق براساس خروجی نرم افزار 8Eviews

۲-۶. تحلیل همجمعی^۱

برای پرهیز از وقوع رگرسیون کاذب و نیز تعیین رابطه‌ی بلندمدت میان متغیرها، روش هم‌انباشتگی می‌تواند مفید واقع شود. جهت بررسی هم‌انباشتگی متغیرها از آزمون کائو^۲ استفاده شده است.

^۱ Cointegration

^۲ Kao

جدول ۲. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

آزمون هم‌انباشتگی کائو			
ADF	آماره t		احتمال
			-۱/۷۷۰۲

منبع: یافته‌های تحقیق براساس خروجی نرم افزار 8Eviews

براساس نتایج جدول (۲)، هم‌انباشتگی یا وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین شاخص‌های عوامل نهادی (حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد) با شاخص توسعه بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲، در سطح ۵٪ پذیرفته می‌شود. بنابراین با توجه به نتایج آزمون کائو، می‌توان گفت با وجود اینکه متغیرها $I(1)$ بوده، ولی هم‌انباشته می‌باشند و رگرسیون مذکور کاذب نیست (کائو و چیانگ،^۱ ۱۹۹۹، ۳۹).

۳-۶- برآورد مدل

پس از انجام آزمون‌های ریشه واحد و همجمعی لازم است که آزمون‌های تشخیصی مربوطه برای تعیین نوع مدل تخمینی انجام شود. به منظور حصول اطمینان از معنی دار بودن گروه کشورهای عضو نمونه، از آزمون معنی دار بودن گروه استفاده می‌شود. بدین منظور از آماره F^2 استفاده می‌شود. اگر آماره F محاسبه شده بزرگتر از F جدول باشد فرضیه H_0 مبنی بر برابری عرض از مبدا را نمی‌توان پذیرفت و بایستی عرض از مبداهای مختلفی را در برآورد مدل لحاظ نمود. در نتیجه می‌توان از روش پانل جهت برآورد استفاده کرد. حال برای پاسخ به اینکه آیا تفاوت در عرض از مبدا واحدهای مقطعی به طور ثابت عمل می‌کند یا اینکه عملکردهای تصادفی می‌توانند این اختلاف بین واحدها را به طور واضح تری بیان کنند، از آزمون هاسمن^۳ استفاده می‌شود. در آزمون هاسمن، فرضیه H_0 مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی مورد آزمون قرار می‌گیرد. اگر فرضیه H_0 پذیرفته نشود، بایستی جهت برآورد از تخمین به

¹ Kao & Chiang

² Fixed Effects Test

³ Huasman Test

روش اثرات ثابت استفاده شود. در غیر این صورت تخمین به روش اثرات تصادفی صورت می‌گیرد. در ادامه مقاله برای هر یک از تخمین‌های مذکور، آزمون‌های تشخیصی مربوطه به تفصیل توضیح داده خواهد شد. براساس نتایج جدول (۳) در همه کشورهای فوق، فرضیه H_0 مبنی بر برابری عرض از مبدأها را نمی‌توان پذیرفت و بایستی عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود. در نتیجه می‌توان از روش پانل جهت برآورد استفاده کرد.

جدول ۳. نتایج آزمون اثرات ثابت

آزمون اثرات	آماره آزمون	درجه آزادی	Prob
Cross -F Section	۱۶۸/۳۹۰۸	(۸, ۸۴)	۰/۰۰۰۰
Cross-section Chi-square	۲۸۰/۷۰۴۶	۸	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق براساس خروجی نرم افزار 8Eviews

حال برای مشخص نمودن نوع روش تخمین به لحاظ اثرات ثابت یا تصادفی بایستی آزمون هاسمن مورد بررسی قرار گیرد. براساس نتایج آزمون هاسمن مطابق جدول (۴)، فرضیه H_0 مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی در کشورهای مورد بررسی را نمی‌توان پذیرفت و بایستی تخمین به روش اثرات ثابت صورت گیرد.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن

آزمون اثرات	آماره آزمون	درجه آزادی	Prob
Cross-section random	۱۴/۱۶۲۵	۶	۰/۰۲۷۹

منبع: یافته‌های تحقیق براساس خروجی نرم افزار 8Eviews

براساس یافته‌های تحقیق طبق جدول (۵)، متغیرهای حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد تأثیر مثبت بر شاخص توسعه بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) دارند و در سطح یک درصد معنی‌دار می‌باشند.

جدول ۵. نتایج تخمین مدل به روش حداقل مربعات معمولی پویا

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob
C	۱۳/۹۴۵۴*	۰/۱۶۶۲	۸۳/۸۸۹۰	۰/۰۰۰۰
VA	۰/۰۷۱۷*	۰/۰۰۱۸	۳۹/۱۸۹۴	۰/۰۰۰۰
PS	۰/۰۴۳۶*	۰/۰۰۱۲	۳۵/۹۲۲۸	۰/۰۰۰۰
GE	۰/۰۳۷۶*	۰/۰۰۱۵	۲۳/۷۶۸۱	۰/۰۰۰۰
RQ	۰/۰۰۸۹*	۰/۰۰۲۱	۴/۱۷۴۶	۰/۰۰۰۱
RL	۰/۰۳۹۷*	۰/۰۰۱۱	۳۴/۱۰۸۲	۰/۰۰۰۰
CC	۰/۲۹۵۶*	۰/۰۰۶۱	۴۸/۱۳۴۰	۰/۰۰۰۰
R ²		۰/۹۹۹۵		
R ² تعدیل شده		۰/۹۹۹۴		
آماره دورین-واتسون		۱/۹۶۴۳		
تعداد مشاهدات		۹۹		

* معنی داری در سطح ۱٪ را بیان می‌کند.

منبع: یافته‌های تحقیق براساس خروجی نرم افزار 8Eviews

۷. نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر شاخص‌های مربوط به عوامل نهادی بر شاخص توسعه بازار سرمایه بود، که جهت نیل به این منظور تأثیرات عوامل نهادی به تفکیک حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد بر روی شاخص توسعه بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) برای ۹ کشور منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. جهت برآورد اثرات متغیرها نیز از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی به شیوه حداقل مربعات معمولی پویا (DOLS) استفاده شد. نتایج حاصل از برآورد صورت گرفته، گویای تأثیر مثبت و معنی دار شاخص‌های عوامل نهادی بر شاخص توسعه بازار سرمایه (نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس بر تولید ناخالص داخلی) می‌باشد.

لذا با توجه به رابطه مثبت بین شاخص‌های فاکتورهای نهادی و شاخص بورس اوراق بهادار، بایستی با گسترش و بهبود فاکتورهای نهادی، زمینه تسریع گسترش بازار سرمایه را در این

کشورها شتاب داد. چراکه در کشورهای مورد بررسی شاخص‌های عوامل نهادی به حد مطلوب نرسیده‌اند و نوسانات قابل توجهی در این زمینه وجود داشته و در صورت عدم گسترش و بهبود این شاخص‌ها عواقب جبران ناپذیری در انتظار روند توسعه بازار سرمایه کشورهای مورد بررسی خواهد بود.

فهرست منابع

- ایزانلو، قاسم. (۱۳۸۵)، "تأثیر ریسک سیاسی بر نوسان بازدهی سهام در ایران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران.
- پایتختی اسکوئی، سید علی، آل عمران، رویا و حقیقت کاغذچیان، سارا. (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر آزادسازی مالی بر توسعه بازار مالی و رشد اقتصادی با تکیه بر تکنیک گشتاورهای تعمیم یافته (مطالعه موردی: کشورهای منتخب در حال توسعه آسیایی)"، دومین کنفرانس ملی چالش‌های اصلی صنعت و تولید ملی.
- پیرایی، خسرو و شهسوار، محمدرضا. (۱۳۸۸)، "تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، شماره اول، صفحات ۲۱-۳۸.
- حسین زاده بازرگانی، پری. (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر تورم و شاخص‌های حکومتی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کشورهای منتخب در حال توسعه"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز.
- رحمانی، منصور. (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر جهانی‌شدن بر توسعه مالی در کشورهای منتخب در حال توسعه"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز.
- شجری، پرستو. (۱۳۸۸)، "برنامه پنجم توسعه بازار سرمایه، بخش نفت، مالیات‌ها، کشاورزی و مسکن"، تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۲۶، صفحات ۱۵-۲۵.
- شریف آزاده، محمدرضا و حسینی بحرینی، محمد. (۱۳۸۲)، "تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)"، نامه مفید، شماره ۳۸، صفحات ۱۵۹-۱۹۲.
- عباسیان، عزت‌اله، مرادپور اولادی، مهدی و عباسیون، وحید. (۱۳۸۶)، "اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۳۶، صفحات ۱۳۵-۱۵۲.

- غفاری، هادی. (۱۳۸۳)، "نظام اقتصادی صدر اسلام"، انتشارات دانشگاه پیام نور، تهران.
- کشاورز حداد، غلامرضا و حیدری، هادی. (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل‌های عمومی FAGARCH و MSM)"، فصلنامه تحقیقات اقتصادی، شماره ۹۴، صفحات ۱۱۱-۱۳۶.
- مبارک، اصغر. (۱۳۸۹)، "بررسی اثرات فاکتورهای نهادی بر رشد اقتصادی در کشورهای اسلامی"، دانش حسابرسی، شماره ۱، صفحات ۷۳-۱۰۱.
- معرفت، مهسا و پایتختی اسکوئی، سید علی. (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر فناوری اطلاعات و ارتباطات (ICT) بر جریان توسعه بازارهای مالی در کشورهای منتخب در حال توسعه"، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، مدیریت و علوم اجتماعی.
- نورث، داگلاس. (۱۳۷۷)، "نهادها، تغییرات نهادی و عملکرد اقتصادی"، ترجمه: محمدرضا معینی، سازمان برنامه و بودجه، تهران.
- Abdli D. (2013), "Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment", *Economic Modelling*, No. 30, PP. 261-273.
- Acemoglu, D. & Robinson A. (2001), "A Theory of Political Transitions", *American Economic Review*, No. 91, PP. 938-963.
- Baltagi, H., Demetriades, O. & Lawc, S. (2009), "Financial development and openness: Evidence from panel data", *Journal of Development Economics*, No. 89, PP. 285-296.
- Barro, R. J. (1999), "Determinants of Democracy", *Journal of political Economy*, No. 107, PP. 158-183.
- Butkiewicz L. & Yanikkaya, L. (2006), "Institutional quality and economic growth: maintenance of the rule of law or democratic institutions, or both?", *Journal of Economic modeling*, No. 23, PP. 648- 661
- Freedom House Freedom. (2014), Accessed at <http://freedomhouse.org/ratings/index.html>.
- Hall, E. & Charles I. (1999), "Why Do Some Countries Produce So much more Output per Worker than others?", *Quarterly Journal of Economics*, No. 114, PP. 83-116.
- Kao, C. & Chiang, M. (1999), "On the Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data", Working Paper, Center for Policy Research, Syracuse University, New York, No. 2.

- Tavares J. (2009), "Economic integration and the comovement of stock returns", Economics Letters, No. 103, PP. 65-67.
- World Bank. (2014), World Development Indicators, Accessed at <http://www.worldbank.org/data/online/bases.html>.

پیوست ۱. نتایج برآورد مدل به شیوه حداقل مربعات معمولی پویا

Dependent Variable: CMIN

Method: Dynamic Least Squares (DOLS)

Date: 15/05/14 Time: 01:03

Sample (adjusted): 1 99

Included observations: 92 after adjustments

Cointegrating equation deterministics: C

Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.94543	0.166282	83.88903	0.0000
VA	0.071709	0.001820	39.18945	0.0000
PS	0.043695	0.001225	35.92284	0.0000
GE	0.037660	0.001571	23.76819	0.0000
RQ	0.008953	0.002169	4.174610	0.0001
RL	0.039760	0.001171	34.10829	0.0000
CC	0.295653	0.006169	48.13401	0.0000

R-squared	0.999593	Mean dependent var	51.32915
Adjusted R-squared	0.999430	S.D. dependent var	5.211603
S.E. of regression	1.812631	Sum squared resid	164.2816
Durbin-Watson stat	1.964361	Long-run variance	4.346171



The Effect of institutional factors on the development of capital market: Evidence from Iran and Selected Countries of the OIC

Seyyed Ali Paytakhti Oskooe¹

Vali Pourkarim²

Laleh Tabaghchi Akbari³

Abstract

This paper examines the impact of institutional factors (the right to protest and accountability, political stability and violence, government effectiveness, regulatory quality, rule of law and control of corruption) on capital market development index (ratio of traded shares to GDP) in the nine selected countries of OIC . In order to estimate the variables the panel cointegration technique with the dynamic ordinary least squares (DOLS) approach has been employed. The results suggest that institutional factors have a significantly positive effect on capital market development in these countries.

Keywords: Institutional Factors, Panel Cointegration Technique, Capital Market, OIC.

JEL Classification: P48, G14, C33.

¹ Assistant professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran (Corresponding author). [Email: Oskooe@yahoo.com](mailto:Oskooe@yahoo.com); Paytakhti@iaut.ac.ir

² Assistant professor, Department of Accounting, Heris Branch, Islamic Azad University, Heris, Iran. [Email: Pourkarim@herisiau.ac.ir](mailto:Pourkarim@herisiau.ac.ir)

³ Master graduate of the economics, Young Researchers And Elite Club, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. [Email: Laleh_tabaghchi@yahoo.com](mailto:Laleh_tabaghchi@yahoo.com)