



فصلنامه اقتصاد کاربردی
دوره ۱۱، شماره ۳۹، زمستان ۱۴۰۰

بررسی تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی (شواهدی از کشورهای توسعه یافته)

مهدی هادی نژاد^۱، یداله رجایی^۲، احمد نقی‌لو^۳، اشکان رحیم‌زاده^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

چکیده:

در هزاره سوم، نقش و اهمیت نظام مالی و بازار پول و سرمایه، به عنوان ابزار رشد و توسعه اقتصادی کشورها کاملاً مشهود است؛ به طوری که توسعه اقتصادی پایدار بدون رشد و توسعه بازارهای مالی، امکان پذیر نیست. بنابراین ضروری است اثر عوامل موثر بر توسعه این بازارها مورد بررسی قرار گیرد. در همین راستا، در این پژوهش، به بررسی تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی (درآمدهای مالیاتی، نرخ تورم، عوامل نهادی و سرمایه انسانی) بر عملکرد بازارهای مالی (ارزش سهام معاملات و تسهیلات بانکی) در ۲۶ کشور توسعه یافته طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۹ با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی مارکوف سوئیچینگ پرداخته شده است. نتایج برآورد مدل‌ها نشان داد که در دوران رونق و رکود، متغیرهای مربوط به درآمد مالیاتی، عوامل نهادی و سرمایه انسانی تأثیر مثبت و متغیر نرخ تورم تأثیر منفی بر عملکرد بازارهای مالی دارد. لذا تقویت و گسترش شاخص‌های کلان اقتصادی بسته به دوره‌های رونق و رکود در جوامع توسعه یافته، در ارتقای عملکرد بازارهای مالی می‌تواند نقش قابل توجهی را ایفا کند.

کلید واژه: شاخص‌های کلان اقتصادی، بازارهای مالی، مارکوف سوئیچینگ، کشورهای توسعه یافته.

طبقه‌بندی JEL: F10, G21, C4

^۱ دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. ایمیل: mahdihadinezhad3@gmail.com

^۲ دانشیار، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران (نویسنده مسئول). ایمیل: Dr.yadola.rajai@gmail.com

^۳ استادیار، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. ایمیل: My_tal@hotmail.com

^۴ استادیار، گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. ایمیل: Ashkan_rahimzadeh@yahoo.com

مقدمه

در هزاره سوم، نقش و اهمیت نظام مالی و بازار پول و سرمایه، به عنوان ابزار رشد و توسعه اقتصادی کشورها کاملاً مشهود است؛ به طوری که توسعه اقتصادی پایدار بدون رشد و توسعه بازارهای مالی، امکان پذیر نیست. در این خصوص، نهادهای نظام مالی، وظایف مهمی را در اقتصاد به عهده دارند که شامل تجهیز سپرده‌ها، واسطه‌گری و تسهیل جریانات پرداخت، تخصیص اعتبارات و ... است (موخوا و زاینیکر^۱، ۲۰۱۴)؛ دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان پذیر نیست، بنابراین بازار سرمایه از ارکان مهم اقتصادی است که به جمع‌آوری منابع و انباشت پس‌اندازهای جامعه می‌پردازد. در نظریه‌های اقتصاد کلان، سرمایه‌گذاری یکی از شاخص‌های مهم محسوب می‌شود و نقش تعیین‌کننده‌ای را در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌کند (اقبال‌نیا، ۱۳۹۴).

از دیدگاه نظریه‌های کلان اقتصادی، انباشت سرمایه‌های فیزیکی شرط لازم اما نه کافی برای توسعه اقتصادی است. بر این اساس بسیاری از صاحب‌نظران اقتصاد توسعه، محدودیت ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری را مهم‌ترین عامل پیدایش رکود و تداوم آن در کشورهای جهان عنوان نموده‌اند. لذا نگرش جدید به ساختار بازارهای مالی به سبب نقش اساسی آن‌ها در گردآوری منابع پس‌اندازی کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف مولد اقتصادی در کشورهای جهان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بازارهای مالی یکی از اساسی‌ترین بازارهای هر کشور است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد تأثیرگذار است و به شدت از سایر بخش‌ها تأثیر می‌پذیرند، می‌توان گفت: بازارهای مالی مهم‌ترین جزء نظام مالی بوده و منظور از آن‌ها ساختارهایی است که منابع مالی از طریق آن‌ها به گردش در می‌آیند. ذی‌نفعان در بازارهای مالی عمدتاً به مبادله ابزارها و اوراق مالی با هزینه مبادلاتی بسیار کم و در قیمت‌هایی که براساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود، می‌پردازند. اهمیت بازارهای مالی در فرایند رشد و توسعه

اقتصادی کشورها به صورتی است که می‌توان تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته را در درجه کارآمدی و کارایی نظام مالی آن‌ها جستجو کرد (همان منبع).

عوامل بسیاری بر عملکرد بازارهای مالی، تأثیرگذار می‌باشند و عملکرد این سیستم‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که در این بین نقش شاخص‌های کلان اقتصادی حائز اهمیت فراوانی می‌باشد. بازار مالی توسعه‌یافته بازاری است که در آن اصول آزادی انتخاب و شفافیت اطلاعات به درستی رعایت می‌شود و عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان خدمات مالی در کمال آزادی و آگاهی، خدمات مورد نظر خود را معامله می‌کنند. چنانچه بازار مالی بتواند به وظایف اصلی خود در خصوص کاهش هزینه اطلاع‌رسانی، تسهیل مبادلات، بررسی دقیق‌تر هزینه‌ها، تأمین سرمایه برای فعالیت‌های نوآورانه، ایجاد بستر مناسب برای پس‌انداز و تمهید منبع مناسب برای تأمین وجوه سرمایه‌گذاری عمل کند رشد اقتصادی کشورهای جهان تسهیل خواهد شد؛ بنابراین، پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این، سؤال پژوهش است که تأثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی چگونه است؟

مقاله حاضر نیز در پنج بخش تدوین شده است. که پس از بیان مقدمه در قسمت اول، در قسمت دوم مقاله، مبانی نظری و پیشینه تحقیقات داخلی و خارجی مورد بررسی قرار می‌گیرند و سپس در قسمت سوم و قسمت چهارم نیز به ترتیب به روش‌شناسی و ارائه مدل و نتایج تحقیق اختصاص دارند و در نهایت در بخش پنجم، به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته می‌شود.

ادبیات و پیشینه پژوهش

در تحقیق حاضر بر اثر شاخص‌های کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی تمرکز شده است. شاخص‌های کلان اقتصادی مورد نظر تحقیق شامل درآمدهای مالیاتی، نرخ تورم، عوامل نهادی و سرمایه انسانی می‌باشد که در ادامه به بررسی اثر هر یک از عوامل یاد شده بر عملکرد بازارهای مالی پرداخته می‌شود.

تورم و اثرات زیان‌بار آن، یکی دیگر از مباحث مطرح در توسعه نظام بانکی جوامع و علی‌الخصوص کشورهای در حال توسعه می‌باشد و مباحث تئوریک و تجربی متفاوتی در این

زمینه ارائه شده است. بررسی بسیاری از این مباحث نشان می‌دهد که نمی‌توان به یک نتیجه قطعی در مورد تأثیر تورم بر عملکرد نظام بانکی دست یافت و این مسئله در مورد هر کشور به شرایط و ویژگی‌های آن کشور بستگی دارد. اما به طور عمده تورم آثار نامطلوبی بر فرآیند توسعه اعتبارات نظام بانکی دارد (دادگر و همکاران، ۱۳۸۵). تورم، نرخ بهره واقعی را کاهش داده و تقاضا برای وام را افزایش می‌دهد. از طرفی بالا رفتن نرخ تورم انگیزه سپرده‌گذاری را کاهش داده و در نتیجه قدرت وام دهی بانک‌ها را محدود خواهد ساخت. در چنین شرایطی، وضع محدودیت بر نرخ‌های بهره بانکی توسط دولت‌ها نیز بانک‌ها را در مقابل تورم از هر دو جهت جذب سپرده و اعطای تسهیلات محدود خواهد ساخت. در بیانی، نرخ تورم بالا منجر به افزایش عدم اطمینان و کاهش کارایی مکانیسم قیمت در تخصیص منابع می‌شود و لذا بی‌ثباتی بخش‌های مختلف اقتصادی من‌الجمله بازارهای مالی را به همراه داشته و در یک اقتصاد بی‌ثبات نیز ارزش و بهره‌وری بازار پول نیز کاهش یافته، در نتیجه عملکرد اقتصادی به کندی صورت می‌گیرد، که جریان تورم حاد و فزاینده موجود در کشور ایران نمونه بارزی از این امر می‌باشد. بطوری‌که، حجم اعتبارات اعطایی توسط سیستم بانک‌های خصوصی به علت ریسک ناشی از بازپرداخت بدهی به طرز قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته است (همان منبع).

تأثیر عوامل نهادی بر بازارهای مالی نیز از کانال‌های مختلفی انجام می‌گیرد. در بیشتر موارد این رویداد سبب افزایش تلاطم در بازارهای مالی می‌شود، به عبارت دیگر بازارهای مالی به این عوامل نهادی واکنش نشان می‌دهد (کشاورز حداد و حیدری، ۱۳۸۹). 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 (عبداللهی^۲، ۲۰۱۳). استیگلیتز^۳ معتقد است، تعامل سازنده عوامل نهادی می‌تواند راه‌گشای موفقیت فرآیند اصلاحات مالی باشد. نهادهای کارآمد، محیط مناسبی برای تنظیم روابط مالی را به گونه‌ای کم هزینه، ساده و به دور از اتلاف وقت مهیا و از این رهگذر به عنوان دست یاری دهنده بازار موجبات توسعه بازارهای مالی را فراهم می‌سازند (بیوتکیویسیز و یانیککایا^۴، ۲۰۰۶). هرگونه اصلاحات در

حوزه عملکرد عوامل نهادی در جهت 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 در جهت فراهم کردن بستر مناسب برای سرمایه‌گذاری ارزیابی شود. چرا که، بی‌ثباتی و ناامنی اقتصادی و اجتماعی، گسترش فساد در نظام اداری و اجرایی کشور، ناکارآمدی نظام قضایی (طولانی شدن 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، بطوری‌که در بلندمدت رکود گسترده‌ای بر این بازار سایه خواهد افکند و مانعی بزرگ در مسیر توسعه رضایت بخش و مطلوب این بازار مالی خواهد بود (تاوارس^۵، ۲۰۰۹). کارگزاران بخش خصوصی برای حضور مؤثر در عرصه سرمایه‌گذاری به محیطی آرام، مطمئن و امن نیاز دارند. محیط آرام، مطمئن و امن، زاییده ماهیت و رفتار دولت، عملکرد شهروندان و ساختار سیاسی - اجتماعی جامعه و محیط بین‌المللی است (شریف‌آزاده و بحرینی، ۱۳۸۸). 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 پیش‌بینی یا ناکارآمد باشد، مردم مجبور خواهند شد به ساز و کارها و توافقات غیررسمی تکیه کنند. ضرورت اتکا به چنین ساز و کارهایی، سرمایه‌گذاران را وا 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

غیربانکی در این بازارها تاثیرگذار است. تئوری‌ها از یک سو بیان می‌کنند که هر افزایشی در مالیات، منجر به کاهش وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود و به طور عکس بر بازارهای مالی تاثیر می‌گذارد و از سوی دیگر بیان می‌کنند که مالیات، نوسانات بازار را کم کرده و از بحران‌های مالی جلوگیری می‌کند (صادقی و همکاران، ۱۳۹۴). از دیدگاه حقوق مالی قانون‌گذار می‌تواند برای ایجاد تعادل در بازارهای مالی با وضع مالیات بر عقود بانکی و اوراق مشارکت علاوه بر رفع بی‌عدالتی و اجحاف بین سرمایه‌گذاران، سبب تسهیل نوآوری مالی از طریق ایجاد شرایط رقابتی بین انواع بازارهای مالی شود که وضع این نوع مالیات هم می‌تواند بر افزایش درآمد دولت از طریق مالیات تاثیر مثبت داشته باشد. البته ممکن است این سیاست مالیاتی در کوتاه‌مدت سبب کاهش رونق اقتصادی شود، اما این تاثیر کوتاه‌مدت با خروج سرمایه‌ها از بانک‌ها و تزریق آن به بازارهای سرمایه سبب تولید ملی و رشد اقتصادی خواهد شد. یکی دیگر از راهکارهای محتمل برای به تعادل رساندن بازارهای مالی با استفاده از ابزار مالیات این است که قانون‌گذار در راستای ایجاد شرایط یکسان برای سود سهام و سایر اوراق پولی همانند عقود بانکی و اوراق مشارکت، معافیت مالیاتی برای بازار سرمایه نیز در نظر بگیرد تا سرمایه‌گذاران علاوه بر دارا بودن شرایط پرداخت مساوی نسبت به حق‌الزحمه دولت، از یک شرایط مساوی برای انتخاب بازار مالی مناسب در یک فضای رقابتی بهره ببرند (نوری یوشانلوئی، ۱۳۹۹).

به لحاظ تجربی نیز تحقیقاتی در داخل و خارج از کشور در رابطه با اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی انجام گرفته که در ادامه به مروری بر این ادبیات پرداخته می‌شود.

تاها و همکاران^۷ (۲۰۱۳) به بررسی ارتباط بین درآمدهای مستقیم مالیاتی و فعالیت‌های بانکی و غیربانکی سیستم مالی مالزی پرداخته‌اند. نتایج آن نشان می‌دهد که تاثیر سیستم مالی بر درآمدهای مالیاتی در کوتاه‌مدت بسیار عمیق‌تر از این تاثیر در بلندمدت است. گذار و چریف^۸ (۲۰۱۴)، به بررسی تاثیر عوامل نهادی بر فرآیند توسعه مالی در کشورهای منطقه مناطی دوره زمانی ۱۹۸۴ تا ۲۰۰۷ پرداختند. جهت بررسی این رابطه نیز از تکنیک داده‌های پانلی استفاده شد و در نهایت براساس نتایج رگرسیون،

«احساس امنیت» نکند، از روکردن 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 کوچک‌تر و کوتاه‌مدت‌تر به کار اندازند (همان منبع).

علاوه بر درآمدهای مالیاتی و نرخ تورم، شاخص‌های سرمایه‌انسانی می‌توانند نقش بالقوه‌ای را در بهبود توسعه اعتبارات نظام بانکی ایفا کنند. سرمایه‌های انسانی عامل اصلی ایجاد ارزش در سازمان‌ها می‌باشد و به عنوان یکی از مباحث نوظهور در مباحث مدیریت، هنوز در حال سیر تکاملی است. در مبحث بازارهای مالی و در بحث نیروی کار به عنوان یکی از عوامل ارتقا دهنده توسعه نظام بانکی، موضوع اصلی به جای کمیت، برسر کیفیت نیروی کار است. کیفیت نیروی کار دارای چنان اهمیتی است، که به قول بعضی اقتصاددانان توسعه، نظیر کوزنتس^۹ تفاوت بین سطح توسعه کشورها را می‌توان با تفاوت در کیفیت نیروی کار در این کشورها توجیه کرد. کوزنتس معتقد است که سرمایه اصلی یک کشور توسعه یافته ابزار و ادوات صنعتی آن کشور نیست، بلکه ظرفیت تکنیکی و کاردانی نیروی کار آن کشور است (همان نیروهای کار تحصیلکرده). در تأیید حرف کوزنتس معمولاً مثال آلمان و ژاپن بعد از جنگ جهانی دوم آورده می‌شود، زیرا بخش عمده سرمایه‌های فیزیکی این دو کشور در طول جنگ نابود شد، ولی بخش قابل ملاحظه‌ای از نیروی انسانی آن‌ها باقی ماند. به همین سبب این دو کشور توانستند پس از کمتر از دو دهه دوباره اقتصادشان را به وضع مطلوب بازگردانند (وزیری، ۱۳۵۷). در واقع، امروزه افراد آموزش دیده نقشی کلیدی در رشد و توسعه سازمان‌ها ایفا می‌کنند. نگاهی به نرخ رشد نیروی کار و توسعه و گسترش سازمان‌های امروزی نیز همین امر را به اثبات می‌رساند. در واقع خصوصیات کیفی انسان نوعی سرمایه است، چرا که این خصوصیات می‌تواند موجبات رشد و توسعه مالی را به واسطه افزایش بهره‌وری، سطح درآمد و رفاه بالاتر فراهم سازد (پایتختی اسکوئی، ۱۳۹۳).

در نهایت نیز، برای کشورهای در حال توسعه ای مانند ایران ابزارهای سیاست مالی- به ویژه مالیات- بر قدرت رقابت بازارهای مالی کشور و عملکرد نهادهای بانکی و

شاهد روابط مثبتی طی سال‌های مورد بررسی می‌باشیم که در این بین، نقش حاکمیت قانون و کنترل فساد حائز اهمیت قابل توجهی می‌باشد. تریپات و ست^۹ (۲۰۱۴) به بررسی عملکرد بازار سهام و متغیرهای کلان اقتصادی در بازار سهام پرداختند. نتایج براساس تحلیل عاملی نشان می‌دهد که سه متغیر نرخ تورم، نرخ بهره و نرخ ارز مؤثر شناخته شده است. الراهب و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۹)، به بررسی ارتباط بین عوامل نهادی و ارزش سهام معاملاتی بانک‌های پذیرفته شده در بورس پرداختند. نتایج برآورد مدل با تکنیک پانل دیتا حاکی از این امر است که متغیرهای نهادی بر نسبت ارزش سهام معاملاتی بانک‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر می‌گذارند. آسیف خواه و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۹)، در مقاله‌ای نشان دادند عوامل نهادی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی دارد و میزان این ضریب تأثیرگذاری معادل ۰/۱۷ می‌باشد. ماتمیولا و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۹)، نشان دادند که کیفیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر ساختار سرمایه بنگاه‌ها دارد. در سطح منطقه‌ای، براساس داده‌های پانلی برای ۲۱۸۷ بنگاه از کشورهای آسیایی و ۱۰۹۱ بنگاه از کشورهای آمریکای لاتین و اروپای شرقی، کیفیت نهادی تأثیر معناداری در ساختار سرمایه دارد. اگرچه، برای ۶۱۳ بنگاه از کشورهای آفریقایی، تأثیرات کیفیت نهادی عمدتاً ناچیز است. توی و مموگلی^{۱۳} (۲۰۲۰)، نشان دادند حاکمیت قانون و ثبات سیاسی بدون خشونت در برخی موارد دارای تأثیر مثبت و در برخی موارد دارای تأثیر منفی بودند. هرچند که بدلیل شرایط کشورهای مورد بررسی، ضرایب مثبت تأثیرگذار چندان چشم‌گیر نبودند. فنگ و یو^{۱۴} (۲۰۲۱)، نشان دادند که عوامل نهادی تأثیرات مثبت قابل توجهی بر توسعه مالی داشتند و تأثیرات نهادی در توسعه مالی مالزی، اندونزی و فیلیپین بیشتر از سایر کشورها مانند چین، ژاپن، کره و سنگاپور بود.

محمدی و همکاران (۱۳۹۳)، نشان می‌دهند که باز بودن تجارت نقش حیاتی در تعیین سطح توسعه مالی بخش خصوصی دارد. وداعی (۱۳۹۴)، نشان داد تورم در طی دوره مورد بررسی، بر شاخص ژرفا و شاخص اعتبارات توسعه مالی، در کشورهای تحت بررسی اثر منفی معناداری داشته است. براساس نتایج به طور کلی تورم از یک سو نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی را کاهش داده و از

سوی دیگر بر تسهیلات اعطایی بانک‌ها و مؤسسات مالی به بخش خصوصی اثر منفی داشته است. صادقی و همکاران (۱۳۹۴) نشان می‌دهند اخذ مالیات توسط دولت اثر مثبت بر بازار مالی دارد. این امر حاکی از آن است که در سال‌های اخیر با توجه به پیشرفت‌هایی که در سیستم مالیاتی کشور به وقوع پیوسته، نقش آن در توسعه هر چه بیشتر بازار مالی برجسته‌تر شده است. خدایپرست مشهدی و همکاران (۱۳۹۵)، نشان دادند که شاخص‌های کلی حکمرانی (میانگین وزنی ۶ شاخص کیفیت نهادی) و کنترل فساد، ارتباط مثبتی با شاخص نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها و دیگر نهادهای مالی به تولید ناخالص داخلی دارند. عزتی و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند که شاخص‌های حکمرانی خوب بر شاخص ترکیبی توسعه مالی اثر مثبتی داشته‌اند. در برابر، شاخص دموکراسی اثر منفی بر توسعه مالی داشته است. جواهری و همکاران (۱۳۹۹)، نشان دادند که شاخص‌های حکمرانی خوب به جز حق اظهارنظر و پاسخگویی ارتباط مثبتی با شاخص اعتبار داشتند. هم‌چنین شاخص‌های کنترل فساد، اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات و حاکمیت قانون تأثیر مثبتی بر شاخص سرمایه‌گذاری در بازار سهام داشتند. سرفراز محمدیار (۱۴۰۰)، دریافتند شاخص ترکیبی عوامل نهادی در بر ارزش سهام معاملاتی، تأثیر منفی داشت، ولی بر تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی تأثیر مثبتی داشت و در برخی موارد نیز بی‌تأثیر بود. بررسی‌ها نشان می‌دهند در بیشتر تحقیقات انجام گرفته در زمینه بازارهای مالی، مطالعه مشخصی در خصوص بررسی تأثیرات متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی در کشورهای منتخب در حال توسعه و توسعه یافته، با تکیه بر روش مارکوف سوئیچینگ صورت نگرفته است.

روش شناسی پژوهش

در این پژوهش، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی در کشورهای منتخب توسعه یافته (سوئد، آلمان، استرالیا، یونان، انگلستان، آمریکا، کانادا، هلند، بلژیک، دانمارک، سوئیس، ژاپن، ایتالیا، اسپانیا، فرانسه، اتریش، ایسلند، فنلاند، ایرلند، چین، پرتغال، روسیه، سنگاپور، نروژ، کره جنوبی و فنلاند) طی دوره زمانی ۲۰۰۶

مالیات بر درآمد و مالیات بر ثروت) و غیرمستقیم (مالیات بر واردات و مالیات بر مصرف و فروش) حاصل می‌گردد (بصورت درصدی از تولید ناخالص داخلی)^{۲۶}.

INF: گویای نرخ تورم بر مبنای شاخص قیمتی مصرف‌کننده می‌باشد.

IF: معرف شاخص ترکیبی عوامل نهادی می‌باشد که از متغیرهای کمی ارائه شده توسط بانک جهانی حق اعتراض و پاسخ‌گویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد ناشی می‌شود.

H: نشان‌دهنده سرمایه انسانی می‌باشد که در قالب نیروی کار تحصیل کرده (دارای تحصیلات دانشگاهی) و ماهر در مدل وارد می‌شود که توسط بانک جهانی ارائه شده است.

E: مبین تجارت الکترونیک می‌باشد که در مطالعه حاضر از متغیرهای معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک (E1)، دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی (E2) و خرید اینترنتی توسط افراد (E3) حاصل می‌شود.

Ln و ε نیز به ترتیب، بیانگر لگاریتم طبیعی و جمله خطای تصادفی می‌باشند.

لازم بذکر است که اطلاعات مربوط به تمامی متغیرها از وب سایت بانک جهانی^{۲۷}، گردآوری شده‌اند. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و برآورد مدل نیز از نرم‌افزارهای Eviews و Oxmetrics استفاده شده است.

یافته‌ها

برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است، که خلاصه نتایج این آزمون در جدول ۱ ارائه شده است. فرضیه صفر این آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد در داده‌ها (عدم مانایی) می‌باشد و فرضیه مقابل نیز مبنی بر عدم وجود ریشه واحد (مانایی) می‌باشد.

تا ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار می‌گیرد و برای برآورد اثرات متغیرها نیز، از تکنیک اقتصادسنجی مارکوف سوئیچینگ استفاده می‌شود. لازم بذکر است که تکنیک مارکوف سوئیچینگ در فضای پائل دیتا، در مطالعات خارجی چنگ و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۹)، آگودزه^{۱۶} (۲۰۱۸)، هایت و کاهلیک^{۱۷} (۲۰۱۷)، هایپولیت^{۱۸} (۲۰۱۷)، بیلینو و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۶)، آریستی و گالو^{۲۰} (۲۰۱۳)، بیلینو و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۳)، چن^{۲۲} (۲۰۰۷)، چن^{۲۳} (۲۰۰۶)، سرمونو^{۲۴} (۲۰۰۲) و مطالعات داخلی دهقان و کامیابی (۱۳۹۸)، صداقت و همکاران (۱۳۹۸)، رنج پور و همکاران (۱۳۹۷) و شهبازی (۱۳۹۷)، قبلا مورد استفاده قرار گرفته بود. مدل‌های مورد بررسی، با استناد بر مبانی نظری و مطالعات تجربی صورت گرفته، به ویژه مقاله مهتاب آدیم و همکاران^{۲۵} (۲۰۱۵) شرح زیر معرفی می‌شوند:

(۱)

$$\text{LnPFM1}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LnE1}_{it} + \alpha_2 \text{LnE2}_{it} + \alpha_3 \text{LnE3}_{it} + \alpha_4 \text{LnIF}_{it} + \alpha_5 \text{LnH}_{it} + \alpha_6 \text{INF}_{it} + \alpha_7 \text{LnT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$\text{LnPFM2}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LnE1}_{it} + \alpha_2 \text{LnE2}_{it} + \alpha_3 \text{LnE3}_{it} + \alpha_4 \text{LnIF}_{it} + \alpha_5 \text{LnH}_{it} + \alpha_6 \text{INF}_{it} + \alpha_7 \text{LnT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

PFM: گویای بازارهای مالی می‌باشد که شامل دو بازار پول و سرمایه می‌باشد.

PFM1: نشان دهنده شاخص بازار پول است که به صورت میزان درصد تسهیلات ارائه شده توسط بخش بانکی از تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است. PFM2: نشان دهنده شاخص بازار سرمایه است که به صورت میزان درصد نسبت ارزش سهام معامله شده در بازار بورس از تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است.

T: مبین کل درآمدهای مالیاتی دولت می‌باشد، که از مجموع مالیات‌های مستقیم (مالیات اشخاص حقوقی،

جدول ۱- نتایج آزمون مانایی

متغیر	مقدار آماره	احتمال
LnPFM1	-۵/۰۱۹۷	۰/۰۰۴۶
LnPFM2	-۴/۱۱۷۹	۰/۰۰۰۲
LnE1	-۶/۲۲۹۵	۰/۰۰۰۰
LnE2	-۶/۷۸۹۱	۰/۰۰۰۱

LnE3	-۵/۰۶۵۲	۰/۰۰۰۳
LnIF	-۴/۱۵۳۱	۰/۰۰۹۱
LnH	-۳/۶۶۲۴	۰/۰۰۰۰
INF	-۳/۵۶۲۰	۰/۰۰۸۵
LnT	-۲/۱۱۴۹	۰/۰۰۱۲

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

هانسن^{۲۸} استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول (۲) ارائه شده است. همان‌طور که از نتایج پیداست در مدل مورد بررسی، مقدار آماره از مقادیر بحرانی آن بزرگتر می‌باشد و لذا می‌توان نتیجه گرفت که بجای الگوی خطی، بهتر است که روش غیرخطی مارکوف سوئیچینگ استفاده نمود.

همان‌طور که از جدول فوق پیداست، تمامی متغیرها در سطح صفر مانا می‌باشند ($I(0)$)، لذا نیازی به تفاضل‌گیری وجود ندارد. مدل مارکوف سوئیچینگ زمانی مدل مناسبی می‌باشد که الگوی داده‌های بررسی شده، غیرخطی باشند. برای اینکه از غیرخطی بودن الگوی داده‌ها اطمینان حاصل کرد، از آزمون درست‌نمایی

جدول ۲- نتایج آزمون غیرخطی

مقدار آماره	احتمال	مقدار آماره	احتمال
مدل (۱)		مدل (۲)	
۲۴۱/۰۳	۰/۰۰۰۰	۱۱۳/۰۲	۰/۰۰۰۰

منبع: خروجی نرم‌افزار Ox Metrics

اطلاعاتی نیز در جدول (۳) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول فوق، هر سه آماره اطلاعاتی، تعداد دو رژیم و یک وقفه را برای مدل‌های مورد بررسی مشخص می‌کنند.

باتوجه به مبانی نظری، می‌توان تعداد رژیم بهینه را معادل عدد ۲ فرض نمود (رژیم اول: رونق و رژیم دوم: رکود). آماره‌های اطلاعاتی نیز، تعداد وقفه بهینه را برای مدل‌ها مشخص کرده است که خلاصه نتایج آماره‌های

جدول ۳- تعیین تعداد وقفه‌ها

وقفه	۰	۱	۲	۰	۱	۲
آماره	مدل (۱)			مدل (۲)		
Akaike	-۲/۵۷۷۷	-۲/۷۸۷۵	-۲/۵۶۳۸	۰/۴۴۲۳	-۰/۲۹۷۸	-۰/۲۸۰۸
Schwarz	-۲/۲۵۷۲	-۲/۴۴۷۹	-۲/۲۰۴۹	۰/۷۰۹۴	-۰/۰۱۰۷	۰/۰۲۶۶
Hanan-Quinn	-۲/۴۴۷۸	-۲/۶۴۹۸	-۲/۴۱۸۳	۰/۵۵۰۶	-۰/۱۸۱۴	-۰/۱۵۶۱

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

می‌شود و چون ما یک وقفه را بخاطر نتایج آماره‌های اطلاعاتی در نظر گرفته‌ایم، لذا وقفه یک با نماد $AR(1)$ نشان داده شده است.

پس از بررسی آزمون‌های تشخیصی، مدل‌های رگرسیون ارائه شده در این مقاله برآورد شده است. نتایج در جدول ۴ ارائه گردیده است (لازم بذکر است که وقفه مدل مارکوف سوئیچینگ طی دو رژیم با نماد AR ارائه

جدول ۴- نتایج برآورد مدل

	مدل ۱				مدل ۲			
	رژیم ۱		رژیم ۲		رژیم ۱		رژیم ۲	
	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال
C	۱۶/۱۸۶۲	۲/۳۵۰۰	۶/۸۸۷۶	۰/۰۰۰۰	۵/۰۴۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۹۲۸۴	۰/۰۰۰۰
LnE1	۰/۲۸۵۳	۰/۰۰۰۹	۰/۲۱۵۶	۰/۰۰۰۹	۰/۱۲۴۱	۰/۰۶۵۲	۰/۴۹۸۸	۰/۰۰۰۰

LnE2	۰/۲۴۵۳	۰/۰۲۲۶	۰/۱۶۲۶	۰/۰۰۰۰	۰/۷۰۲۲	۰/۰۰۳۷	۰/۳۷۲۲	۰/۰۰۰۰
LnE3	۰/۵۰۹۱	۰/۰۰۰۰	۲/۵۲۵۲	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳۷۹	۰/۰۱۷۹	۰/۶۵۸۴	۰/۰۲۶۸
LnIF	۰/۰۳۴۶	۰/۰۰۲۳	۰/۴۳۷۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۵۵۵	۰/۰۰۲۵	۰/۲۴۷۹	۰/۰۲۶۲
LnT	۰/۲۹۵۲	۰/۰۰۶۰	۰/۹۶۲۳	۰/۰۰۰۰	۵/۹۳۴۵	۰/۰۰۰۰	۰/۳۲۹۳	۰/۰۰۰۰
LnH	۲/۷۱۷۱	۰/۰۰۰۰	۰/۹۲۱۵	۰/۰۱۸۲	۲/۳۰۹۳	۰/۰۰۷۰	۰/۹۹۱۵	۰/۰۶۱۲
INF	-۰/۰۱۸۵	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۵۶۲	۰/۰۰۰۰	-۰/۳۰۵۱	۰/۰۳۸۹	-۰/۵۵۰۴	۰/۰۷۱۲
		ضریب	احتمال		ضریب	احتمال		
AR(1)		۰/۸۹۲۱	۰/۰۰۰۰		۰/۲۹۴۲	۰/۰۲۶۵		

منبع: خروجی نرم افزار Eviews

نتایج حاصل از برآورد مدل (۱):

نتایج حاصل از رژیم اول (رونق) را می توان به شرح زیر

ارائه نمود:

- معاملات بنگاه های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از معاملات بنگاه های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک) معادل ۰/۲۸ می باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی معاملات بنگاه های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک، تسهیلات بانکی معادل ۰/۲۸ درصد افزایش می یابد. دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی نیز بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح پنج درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی) معادل ۰/۲۴ می باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۲۴ درصد افزایش می یابد. هم چنین خرید اینترنتی توسط افراد بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از خرید اینترنتی توسط افراد) معادل ۰/۵۰ می باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی خرید اینترنتی توسط افراد، تسهیلات بانکی معادل ۰/۵۰ درصد افزایش می یابد (تایید فرضیه فرعی (۱)). این بدان مفهوم است که در صورت تقویت شاخص های تجارت الکترونیک در جوامع مذکور، تسهیلات بانکی می تواند یک سیر صعودی را به همراه داشته باشد، که این امر با مبانی نظری همخوانی دارد.

- درآمدهای مالیاتی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از درآمدهای مالیاتی) معادل ۰/۲۹ می باشد.

در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی درآمدهای مالیاتی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۲۹ درصد افزایش می یابد (تایید فرضیه فرعی (۲)). به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی می توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می باشد.

- تورم بر تسهیلات بانکی تأثیر منفی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. در بیانی به واسطه افزایش تورم، تسهیلات بانکی کاهش می یابد (تایید فرضیه فرعی (۳)). در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، تسهیلات بانکی نیز به مقدار بیشتری کاهش می یابد، که این رابطه منفی با تئوری های اقتصادی همخوانی دارد.

- شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از عوامل نهادی) معادل ۰/۰۳ می باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص ترکیبی عوامل نهادی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۰۳ درصد افزایش می یابد (تایید فرضیه فرعی (۴)). به عبارتی هر چقدر شاخص های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می باشد.

- سرمایه انسانی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از سرمایه انسانی) معادل ۲/۷۱ می باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص سرمایه انسانی، تسهیلات بانکی معادل ۲/۷۱ درصد افزایش می یابد (تایید فرضیه فرعی (۵)). این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع

توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در تسهیلات بانکی را داشت.

نتایج حاصل از رژیم دوم (رکود) را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

- معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک) معادل ۰/۲۱ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک، تسهیلات بانکی معادل ۰/۲۱ درصد افزایش می‌یابد. دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی نیز بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی) معادل ۰/۱۶ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۱۶ درصد افزایش می‌یابد. هم‌چنین خرید اینترنتی توسط افراد بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از خرید اینترنتی توسط افراد) معادل ۲/۵۲ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی خرید اینترنتی توسط افراد، تسهیلات بانکی معادل ۲/۵۲ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه ۱). این بدان مفهوم است که در صورت تقویت شاخص‌های تجارت الکترونیک در جوامع مذکور، تسهیلات بانکی می‌تواند یک سیر صعودی را به همراه داشته باشد، که این امر با مبانی نظری همخوانی دارد.

- درآمدهای مالیاتی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از درآمدهای مالیاتی) معادل ۰/۹۶ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی درآمدهای مالیاتی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۹۶ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۲). به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی می‌توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- تورم بر تسهیلات بانکی تأثیر منفی دارد و در سطح

یک درصد معنی‌دار است. در بیانی به واسطه افزایش تورم، تسهیلات بانکی کاهش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۳). در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، تسهیلات بانکی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد.

- شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از عوامل نهادی) معادل ۰/۴۳ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص ترکیبی عوامل نهادی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۴۳ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۴). به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- سرمایه انسانی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد و در سطح ده درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از سرمایه انسانی) معادل ۰/۹۲ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص سرمایه انسانی، تسهیلات بانکی معادل ۰/۹۲ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۵). این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در تسهیلات بانکی را داشت.

نتایج حاصل از برآورد مدل (۲):

نتایج حاصل از رژیم اول (رونق) را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

- معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح ده درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک) معادل ۰/۱۲ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک، ارزش سهام معاملاتی معادل ۰/۱۲ درصد افزایش می‌یابد. دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی نیز بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص

جوامع بصورت کاراتری عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- سرمایه انسانی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از سرمایه انسانی) معادل $2/30$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص سرمایه انسانی، ارزش سهام معاملاتی معادل $2/30$ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۵). این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل‌کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در ارزش سهام معاملاتی را داشت.

نتایج حاصل از رژیم دوم (رکود) را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

- معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک) معادل $0/49$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی معاملات بنگاه‌های اقتصادی بصورت تجارت الکترونیک، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/49$ درصد افزایش می‌یابد. دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی نیز بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی) معادل $0/37$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/37$ درصد افزایش می‌یابد. همچنین خرید اینترنتی توسط افراد بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح پنج درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از خرید اینترنتی توسط افراد) معادل $0/65$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی خرید اینترنتی توسط افراد، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/65$ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که در صورت تقویت شاخص‌های تجارت الکترونیک در جوامع مذکور، ارزش سهام معاملاتی می‌تواند یک سیر صعودی را به همراه داشته

(کشش ناشی از دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی) معادل $0/70$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی دسترسی افراد به امکانات تجارت الکترونیکی، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/70$ درصد افزایش می‌یابد. همچنین خرید اینترنتی توسط افراد بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح پنج درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از خرید اینترنتی توسط افراد) معادل $0/13$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی خرید اینترنتی توسط افراد، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/13$ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که در صورت تقویت شاخص‌های تجارت الکترونیک در جوامع مذکور، ارزش سهام معاملاتی می‌تواند یک سیر صعودی را به همراه داشته باشد، که این امر با مبانی نظری همخوانی دارد.

- درآمدهای مالیاتی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از درآمدهای مالیاتی) معادل $5/93$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی درآمدهای مالیاتی، ارزش سهام معاملاتی معادل $5/93$ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۲). به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کاراتر عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی می‌توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- تورم بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر منفی دارد و در سطح پنج درصد معنی‌دار است. در بیانی به واسطه افزایش تورم، ارزش سهام معاملاتی کاهش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۳). در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، ارزش سهام معاملاتی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد.

- شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از عوامل نهادی) معادل $0/05$ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص ترکیبی عوامل نهادی، ارزش سهام معاملاتی معادل $0/05$ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۴). به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این

باشد، که این امر با مبانی نظری همخوانی دارد.

- درآمدهای مالیاتی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح یک درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از درآمدهای مالیاتی) معادل ۰/۳۲ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی درآمدهای مالیاتی، ارزش سهام معاملاتی معادل ۰/۳۲ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۲). به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی می‌توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- تورم بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر منفی دارد و در سطح ده درصد معنی‌دار است. در بیانی به واسطه افزایش تورم، ارزش سهام معاملاتی کاهش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۳). در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، ارزش سهام معاملاتی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد.

- شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح پنج درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از عوامل نهادی) معادل ۰/۲۴ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص ترکیبی عوامل نهادی، ارزش سهام معاملاتی معادل ۰/۲۴ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۴). به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه

مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد.

- سرمایه انسانی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد و در سطح ده درصد معنی‌دار است. ضریب این شاخص (کشش ناشی از سرمایه انسانی) معادل ۰/۹۹ می‌باشد. در بیانی به واسطه افزایش یک درصدی شاخص سرمایه انسانی، ارزش سهام معاملاتی معادل ۰/۹۹ درصد افزایش می‌یابد (تایید فرضیه فرعی ۵). این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در ارزش سهام معاملاتی را داشت.

در مرحله بعد، احتمال انتقال رژیم‌ها مطابق با جدول ۵ برآورد شده است. در مدل (۱)، احتمال ماندن در رژیم اول (رونق) معادل ۰/۹۴ و احتمال ماندن در رژیم دوم (رکود) معادل ۰/۸۸، می‌باشد. این امر نشان‌دهنده پایداری بیشتر رژیم اول نسبت به رژیم دوم می‌باشد. احتمال انتقال از رژیم اول به رژیم دوم نیز معادل ۰/۰۵ و احتمال انتقال از رژیم دوم به رژیم اول معادل ۰/۱۱ می‌باشد. این امر نشانگر موقتی‌تربودن رژیم دوم و انتقال سریع‌تر از رژیم دوم به رژیم اول می‌باشد. در مدل (۲)، احتمال ماندن در رژیم اول (رونق) معادل ۰/۹۸ و احتمال مانده در رژیم دوم (رکود) معادل ۰/۸۲، می‌باشد. این امر نشان‌دهنده پایداری بیشتر رژیم اول نسبت به رژیم دوم می‌باشد. احتمال انتقال از رژیم اول به رژیم دوم نیز معادل ۰/۰۱ و احتمال انتقال از رژیم دوم به رژیم اول معادل ۰/۶۹ می‌باشد. این امر نشانگر موقتی‌تربودن رژیم دوم و انتقال سریع‌تر از رژیم دوم به رژیم اول می‌باشد.

جدول ۵- احتمال انتقال از یک رژیم به رژیم دیگر

	رژیم ۱	رژیم ۲	رژیم ۱	رژیم ۲
	مدل (۱)		مدل (۲)	
رژیم ۱	۰/۹۴۴۹	۰/۰۵۵۰	۰/۹۸۲۸	۰/۰۱۷۳
رژیم ۲	۰/۱۱۶۴	۰/۸۸۳۵	۰/۱۷۵۶	۰/۸۲۴۳

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

در نهایت، ویژگی‌های هر یک از رژیم‌ها مطابق با جدول ۶ ارائه شده است. در مدل (۱) برای کشورهای توسعه یافته، احتمال قرار گرفتن مشاهدات در رژیم اول ۳۰/۵۶ درصد و در رژیم دوم معادل ۶۹/۶۴ درصد می‌باشد. ستون آخر نیز بیانگر این امر است که، متوسط ماندن در رژیم اول، جمعا

در حدود ۶/۸۸ دوره می‌باشد و متوسط ماندن در رژیم دوم نیز، جمعا در حدود ۱۵/۶۳ دوره می‌باشد. در مدل (۲) برای کشورهای توسعه یافته، احتمال قرارگرفتن مشاهدات در رژیم اول ۱۸/۳۳ درصد و در رژیم دوم معادل ۸۱/۶۷ درصد می‌باشد. ستون آخر نیز بیانگر این امر است که، متوسط

ماندن در رژیم اول، جمعا در حدود ۳۳ دوره می‌باشد و متوسط ماندن در رژیم دوم نیز، جمعا در حدود ۷۳/۵۰ دوره می‌باشد.

جدول ۶- ویژگی‌های هریک از رژیم‌ها

	احتمال قرار گرفتن در رژیم مورد نظر	میانگین دوره قرار گرفتن در رژیم مورد نظر	احتمال قرار گرفتن در رژیم مورد نظر	میانگین دوره قرار گرفتن در رژیم مورد نظر
کشورهای توسعه یافته				
	مدل (۱)		مدل (۲)	
رژیم ۱	۳۰/۵۶٪	۶/۸۸	۱۸/۳۳٪	۳۳/۰۰
رژیم ۲	۶۹/۴۴٪	۱۵/۶۳	۸۱/۶۷٪	۷۳/۵۰

منبع: خروجی نرم‌افزار OxMetrics

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف پژوهش حاضر، تعیین تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی مارکوف سوئیچینگ در ۲۶ کشور منتخب توسعه یافته طی بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۹ بود، که جهت نیل به این منظور از متغیرهای درآمد مالیاتی، نرخ تورم، عوامل نهادی و سرمایه انسانی به عنوان شاخص‌های کلان اقتصادی و ارزش سهام معاملاتی و تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی نیز به عنوان شاخصهای عملکرد بازارهای مالی در مدل وارد شدند که در این بین، ارزش سهام معاملاتی مبین شاخص بازار سرمایه بود و تسهیلات بانکی نیز مبین شاخص بازار پول بود.

این پژوهش در دو مدل رگرسیون انجام شد که در مدل اول، بازار پول و در مدل دوم بازار سرمایه به عنوان بازارهای مالی مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج برآورد مدل اول نشان داد که در دوران رونق، درآمدهای مالیاتی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد، به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی می‌توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. در واقع در این جوامع به دلیل پرداخت به موقع مالیات، اختلالی در عملکرد وام‌دهی بانک‌ها ایجاد نمی‌گردد. از طرفی نیز، نرخ‌های مالیات در این جوامع بصورت عادلانه می‌باشد و در مقابل پرداخت مالیات نیز، دولت خدمات قابل توجهی نیز به پرداخت‌کنندگان مالیات اعطا می‌کند. تورم بر تسهیلات بانکی تأثیر منفی دارد، در بیانی به واسطه افزایش تورم، تسهیلات بانکی کاهش می‌یابد. در بیانی هر چه تورم در این

جوامع بیشتر باشد، تسهیلات بانکی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد. شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد؛ به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. سرمایه انسانی نیز بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد. این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در تسهیلات بانکی را داشت. اما در دوران رکود درآمدهای مالیاتی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد. به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارا تر عمل کنند، تسهیلات بانکی می‌توانند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. به عبارتی در جوامع توسعه یافته به دلیل پرداخت به موقع مالیات حتی در دوران رکود، اختلالی در عملکرد وام‌دهی بانک‌ها ایجاد نمی‌گردد. از طرفی نیز، نرخ‌های مالیات در این جوامع در دوران رکود نیز بصورت عادلانه می‌باشد و در مقابل پرداخت مالیات نیز، دولت خدمات قابل توجهی نیز به پرداخت‌کنندگان مالیات اعطا می‌کند. تورم بر تسهیلات بانکی تأثیر منفی دارد، در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، تسهیلات بانکی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد. شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد. به عبارتی هر چقدر

شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کاراتری عمل کنند، تسهیلات بانکی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. سرمایه انسانی نیز بر تسهیلات بانکی تأثیر مثبتی دارد؛ این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در تسهیلات بانکی را داشت. نتایج برآورد مدل دوم نشان داد که در دوران رونق درآمدهای مالیاتی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد. به عبارتی هر چقدر نظام مالیاتی در این جوامع بصورت کارتر عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی می‌تواند افزایش قابل توجهی را به همراه داشته باشند، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. در جوامع توسعه یافته، تقاضا برای سهام و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، یک امر طبیعی می‌باشد و حتی با وجود پرداخت مالیات نیز، انگیزه سرمایه‌گذاری در این بازار مالی بسیار بالاست. چرا که بازدهی حاصل از بازار سرمایه، بسیار چشم‌گیر می‌باشد. تورم بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر منفی دارد؛ در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، ارزش سهام معاملاتی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد. شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کاراتری عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. سرمایه انسانی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در ارزش سهام معاملاتی را داشت.

با توجه به روابط بین درآمدهای مالیاتی با بازارهای مالی، دولت‌های جوامع توسعه یافته می‌توانند از طریق جمع‌آوری مالیات، نقش موثری در عملکرد بازارهای پول و سرمایه ایفا کنند. هم‌چنین با توجه به روابط بین نرخ تورم با بازارهای مالی، دولت‌ها با سیاست‌های شناسایی تورم، می‌توانند به مقابله با ریسک و نااطمینانی حاصل از تورم بپردازند. چرا که در جوامع توسعه یافته، حتی افزایش یک درصدی تورم می‌تواند منجر به اثرات جبران‌ناپذیری در عملکرد بازارهای مالی این کشورها گردد. علاوه بر این، با توجه به روابط بین عوامل نهادی با بازارهای مالی، با گسترش شاخص‌های نهادی فوق، می‌توان در زمینه افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، نقش قابل توجهی را ایفا کرد. در نهایت، با توجه به روابط بین سرمایه انسانی با بازارهای مالی، پیشنهاد می‌شود که دولت‌ها آموزش‌های لازم را به نیروی کار داده و با اجرای سیاست‌های مناسب، به مدیریت منابع انسانی توجه بیشتری مبذول گرداند تا نیروی کار به لحاظ تخصص و توانایی‌ها و مهارت‌های خود در جایگاه‌های شغلی متناسبی قرار گرفته و تأثیر این شاخص بسیار مهم بر عملکرد بازارهای مالی اثر بخش‌تر باشد.

سرمایه، همیشه یک امر طبیعی می‌باشد و حتی با وجود پرداخت مالیات در دوران رکود نیز، انگیزه سرمایه‌گذاری در این بازار مالی بسیار بالاست. چرا که بازدهی حاصل از بازار سرمایه، بسیار چشم‌گیر می‌باشد. تورم بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر منفی دارد در بیانی هر چه تورم در این جوامع بیشتر باشد، ارزش سهام معاملاتی نیز به مقدار بیشتری کاهش می‌یابد، که این رابطه منفی با تئوری‌های اقتصادی همخوانی دارد. شاخص ترکیبی عوامل نهادی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد به عبارتی هر چقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع بصورت کاراتری عمل کنند، ارزش سهام معاملاتی افزایش قابل توجهی را به همراه خواهند داشت، که این رابطه مثبت منطبق بر مبانی اقتصادی می‌باشد. سرمایه انسانی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی دارد این رابطه مثبت بدان مفهوم است که در صورت وجود نیروهای کار تحصیل کرده و ماهر در جوامع توسعه یافته، می‌توان انتظار افزایش قابل ملاحظه‌ای در ارزش سهام معاملاتی را داشت.

منابع

- ارشد گروه اقتصاد. تهران: دانشگاه شهید بهشتی.
- صادقی، سید کمال، رنجپور، رضا، باقرزاده آذر، فاطمه و موسوی، سها (۱۳۹۴). تاثیر سیاست های مالیاتی بر توسعه بازارهای مالی، پژوهش های اقتصادی ایران، ۶۵.
- صداقت کالمرزی، هانیه، فتاحی، شهرام و سهیلی، کیومرث (۱۳۹۸). شواهدی جدید از رابطه رانت نفت و رشد اقتصادی در کشورهای اوپک: کاربردی از مدل ترکیبی مارکوف سوئیچینگ آستانه‌ای، مدل سازی اقتصادسنجی، ۳.
- عزتی، مرتضی، عاقلی، لطف‌علی و کرمی، وجیهه (۱۳۹۸). ارزیابی اثر عوامل نهادی و سیاسی بر توسعه مالی در کشورهای اسلامی منتخب، پژوهش های برنامه و توسعه، ۲.
- کشاورز حداد، غلامرضا و حیدری، هادی (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل های عمومی FAGARCH و MSM) فصلنامه تحقیقات اقتصادی، ۹۴.
- محمدی، حسین، اعلائی، محمدمهدی و اصغر نژاد، الهام (۱۳۹۳). بررسی عوامل موثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی، سیاست های راهبردی و کلان، ۶.
- نوری یوشانلوئی، جعفر (۱۳۹۹). تاثیر مقررات مالیاتی بر کارکرد بازارهای مالی.
- وزیزی، جان (۱۳۵۷). اقتصاد آموزش و پرورش، ترجمه محمد برهان منش، انتشارات دانشگاه تهران، تهران.
- Abdullahi, D (2013). Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment. *Economic Modelling*, 30.
- Alraheb, T. H., Nicolas, Ch & Tarazi, A (2019). Institutional environment and bank capital ratios. *Journal of Financial Stability*, 43.
- Agudze, K. M & Billio, M, Casarin, R & Ravazzolo, F (2018). Markov Switching Panel with Network Interaction Effects.
- Aristei, D & Gallo, M (2013). Interest Rate Pass-Through in the Euro Area during
- اقبال نیا، محمد (۱۳۹۴). طراحی مدلی برای مدیریت ریسک سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مفهوم ارزش در معرض ریسک، چهارمین کنفرانس بین المللی مدیریت.
- پایتختی اسکویی، سید علی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تجارت الکترونیک بر رشد اقتصادی منتخبی از کشورهای جهان. هفتمین همایش ملی و اولین همایش بین المللی تجارت و اقتصاد الکترونیکی.
- جواهری، بختیار، احمدزاده، خالد و شاه ویسی، حمیرا (۱۳۹۹). بررسی تأثیر کیفیت نهادها بر توسعه مالی کشورهای در حال توسعه. نظریه های کاربردی اقتصاد، ۴.
- خداپرست مشهدی، مهدی، فلاحی، محمدعلی و رجبزاده مغانی، ناهید (۱۳۹۵). بررسی نقش کیفیت نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی. اقتصاد پولی و مالی، ۱۱.
- دادگر، یدالله، کشاورز، غلامرضا و تیاترج، علی (۱۳۸۵). تبیین رابطه تورم و رشد اقتصادی در ایران، جستارهای اقتصادی.
- دهقان، عبدالمجید و کامیابی، منیره (۱۳۹۸). چگونگی اثرگذاری متغیرهای اقتصادی بر بازدهی شرکت های بزرگ در شرایط رونق و رکود بازار سرمایه ایران. اقتصاد مالی، ۴۸.
- رنجپور، رضا، سلمانی بی شک، محمدرضا، کریمی تکانلو، زهرا، مختارزاده خانقاهی، نصرت. مطالعه اثرات نااطمینانی نرخ ارز مؤثر واقعی بر ارزش افزوده بخش های اقتصادی در استان آذربایجان شرقی. پژوهش های رشد و توسعه پایدار (پژوهش های اقتصادی)، ۱۹.
- سرفراز محمدیار، مریم (۱۴۰۰). تأثیر عوامل نهادی و کارآفرینی بر توسعه مالی: شواهدی از کشورهای منتخب، رساله دکتری، ارومیه: دانشگاه آزاد اسلامی.
- شریف آزاده، محمدرضا و حسینی بحرینی، محمد (۱۳۸۲). تأثیرپذیری سرمایه گذاری خصوصی در ایران از شاخص های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)، نامه مفید، ۳۸.
- شهبازی، یاسمن (۱۳۹۷). بررسی رابطه غیرخطی پویا بین ساختار سرمایه، سودآوری و اندازی شرکت های تولیدی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی

Gazdar, K & Cherif, M (2014). THE QUALITY OF INSTITUTIONS AND FINANCIAL DEVELOPMENT IN MENA COUNTRIES: AN EMPIRICAL INVESTIGATION, Risk governance & control: financial markets & institutions.

Hayat, A & Cahlik, T (2017). FDI and Economic Growth: A Changing Relationship Across Country and Overtime. MPRA Paper.

Hyppolite, J (2017). Alternative approaches for econometric modeling of panel data using mixture distributions. Hyppolite Journal of Statistical Distributions and Applications.

Matemilola, B. T, Bany-Ariffin, A. N, Azman-Saini, W. N.W & Annuar, M. N (2019). Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing Countries. Emerging Markets Review, 39.

Mehtab Azeem, M, Marsap, A & Jilani, A. H (2015). Impact of E-Commerce on Organization Performance: Evidence from Banking Sector of Pakistan. International Journal of Economics and Finance.

Mokhova, N & Zinecker, M (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. Procedia-Social and Behavioral Sciences.

Taha, S, Colombage, R. N, Svetlana, M & Loganathan, N (2013). Does financial system activity affect tax revenue in Malaysia? Bounds testing and causality approach. Journal of Asian Economics.

Tavares J (2009). Economic Integration and the Gomovement of Stock Returns. Economics Letters.

Touil, M & Mamoghli, Ch (2020). Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region. Borsa Istanbul Review.

Tripathi, V & Seth, R (2014). Stock Market Performance and Macroeconomic Factors: The Study of Indian Equity Market. Global Business Review.

Financial Crisis: a Multivariate Regime-Switching Approach. Journal of Policy Modeling.

AsifKhan, M, AtifKhan, M, Elyas Abdulahiad, M, Liaqat, I & HussainShaha, S. S (2019). Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective. Journal of Multinational Financial Management, 49.

Billio, M, Casarin, R, Ravazzolo, F & Van Dijk, H. K (2014). Interactions between eurozone and US booms and busts: A Bayesian panel Markov-switching VAR model. Tinbergen Institute Discussion Paper, 8.

Billio, M, Casarin, R, Van Dijk, H. K, Mazzi, G. L & Ravazzolo, F (2016). Turning point detection with bayesian panel Markov-Switching VAR. Statistical working paper.

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, 23.

Cermeño, R (2002). GROWTH CONVERGENCE CLUBS: EVIDENCE FRO MARKOVSWITCHING MODELS USING PANEL DATA.

Chen, Sh. W (2007). Using Regional Cycles to Measure National Business Cycles in the U.S. with the Markov Switching Panel Model. Economics Bulletin, 46.

Chen, Sh. W (2006). Measuring business cycle turning points in Japan with the Markov Switching Panel model. Mathematics and Computers in Simulation, 76, 263-270.

Cheng, T, Gao, J & Yan, Y (2019). Regime switching panel data models with interactive fixed effects. Economics Letters.

Feng, F & Yu, X (2021). The impact of institutions on financial development: Evidence from East Asian countries. Australian Economic Papers.

^۱Mokhova & Zinecke

^۲Abdullahi

^۳Stiglitz

^۴Butkiewicz & Yanikkaya

^۵Tavares

^۶Simon kuznets

^۷Taha et al

^۸Gazdar & Cherif

^۹Tripathi & Seth

^{۱۰}Alraheb et al

^{۱۱}Asif khana et al

^{۱۲}Matemilola et al

^{۱۳}Touil & Mamoghli

^{۱۴}Feng & Yu

^{۱۵}Cheng et al

^{۱۶}Agudze et al

^{۱۷}Hayat & Cahlik

^{۱۸}Hyppolite

^{۱۹}Billio et al

^{۲۰}Aristei & Gallo

^{۲۱}Billio et al

^{۲۲}Chen

^{۲۳}Chen

^{۲۴}Cermeño

^{۲۵}Mehtab Azeem et al

^{۲۶}مالیات‌ها می‌توانند نقش قابل توجهی را در بازارهای مالی ایفا کنند. برای کشورهای در حال توسعه، ابزارهای سیاست مالی به ویژه مالیات، بر قدرت رقابت بازارهای مالی کشور و عملکرد نهادهای بانکی و غیربانکی در این بازارها تاثیرگذار است. تئوری‌ها از یک سو بیان می‌کنند که هر افزایشی در مالیات، منجر به کاهش وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود و به طور عکس بر بازارهای مالی تاثیر می‌گذارد و از سوی دیگر بیان می‌کنند که مالیات، نوسانات بازار را کم کرده و از بحران‌های مالی جلوگیری می‌کند و از طریق زمینه هرچه بیشتر توسعه بازارهای مالی را موجب می‌گردد

^{۲۷}World Bank

^{۲۸}Likelihood Ratio Test (LR)

Investigating the Effect of Macroeconomic Indicators on the Performance of Financial Markets (Evidence From Developed Countries)

Mehdi Hadinejad ^۱, Yadala Rajaei ^۲, Ahmad Naghilo^۳, Ashkan Rahimzadeh ^۴

Abstract

In the third millennium, the role and importance of the financial system and the money and capital markets as a tool for economic growth and development of countries is quite evident; So that sustainable economic development is practically impossible without the growth and development of financial markets. Therefore, it is necessary to examine the effect of factors affecting the development of these markets. In this regard, this study examines the impact of macroeconomic indicators (tax revenues, inflation rate, institutional factors and human capital) on the performance of financial markets (value of trading shares and banking facilities) in 26 developed countries during the period 2006 to 2019 is covered using the Markov Switching econometric technique. The results of estimating the models showed that during the boom and bust, the variables related to tax revenue, institutional factors and human capital have a positive effect and the variable of inflation rate has a negative effect on the performance of financial markets. Therefore, strengthening and expanding macroeconomic indicators, depending on the periods of prosperity and recession in developed societies, can play a significant role in improving the performance of financial markets.

Keywords: Macroeconomic Indicators, Financial Markets, Markov Switching, Developed Countries.

JEL Classification: L86, C01, C87

^۱ PhD Student, Department of Economics, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran. mahdihadinezhad3@gmail.com

^۲ Associate Professor, Department of Economics, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran (Corresponding Author). Dr.yadola.rajai@gmail.com.

^۳ Assistant Professor, Department of Economics, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran. My_tal@hotmail.com.

^۴ Assistant Professor, Department of Economics, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran. Ashkan_rahimzadeh@yahoo.com.