

## تأثیر کیفیت حاکمیت بر ارزش بازار سهام

بهمن خانعلی زاده<sup>۱\*</sup>، فرید عسکری<sup>۲</sup>

### چکیده

امروزه بر کسی پوشیده نیست که بازارهای مالی از جمله بازار سهام با تمام خصوصیات مثبتی که بر رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارند تحت تاثیر عوامل خرد و کلانی هستند که ریسک ذاتی این بازار را افزایش داده و دارایی‌های سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این عوامل در ادبیات نظری شامل طیف وسیعی از متغیرها است که به تازگی نیز کیفیت حاکمیتی به جمع این متغیرها افزوده شده، بطوریکه تاثیرات آن به مراتب مخرب‌تر از سایر عوامل دیگر است. زیرا بروز و تاثیر سایر عوامل دیگر خود تابعی از کیفیت حاکمیتی است. به همین علت افزایش کیفیت حاکمیتی دولت‌ها به عنوان متولیان اقتصادی کشورها خواهد توانست بازارهای مالی از جمله بازار بورس و اوراق بهادار که یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی موسسات و بنگاههای اقتصادی است را تقویت نموده و بازدهی و ارزش این بازار را ارتقاء و ریسک را تا حدودی کاهش دهد. لذا در این تحقیق سعی شده است با بکارگیری آزمون ARDL روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرهای ارزش جاری بازار سهام و کیفیت حاکمیتی (صدا و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت نظارتی، حکم قانون و کنترل فساد) در بازه زمانی ۱۳۹۹-۱۳۷۴ و با استفاده از داده‌های سالیانه در کشور ایران مورد بررسی قرار گیرد. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که در کوتاه‌مدت و هم بلندمدت تاثیر کیفیت حاکمیتی بر ارزش بازار سهام ایران مثبت است که بیشترین تاثیرگذاری از میان شاخص‌های کیفیت حاکمیتی در بلندمدت و کوتاه‌مدت مربوط به متغیر کیفیت نظارتی و کمترین تاثیر مربوط به متغیر حکم قانون است. در نهایت آنچه که مشخص است کیفیت حاکمیتی دولت‌ها قطعاً بر کاهش و افزایش ریسک بازارهای مالی تاثیر گذار است و اتخاذ تصمیمات آنها می‌تواند بر بازدهی و ارزش بازارهای مالی از جمله بازار سهام تاثیر گذار باشد. لذا به جهت حفظ ثبات و کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و افزایش بازدهی و حفظ ارزش سرمایه‌های مردم، بالا بردن کیفیت حاکمیت دولت می‌بایست مورد توجه سیاستگذاران قرار گیرد.

**کلیدواژه‌ها:** نااطمینانی سیاست‌های پولی، محدودیت مالی، نگهداشت وجه نقد و بورس اوراق بهادار تهران.

## ۱- مقدمه

امروزه برکسی پوشیده نیست که رشد و توسعه اقتصادی از اهداف مهم تمامی کشورهای دنیاست چون کاهش فقر و نابرابری درآمدی، کاهش تورم و بیکاری.. با رشد اقتصادی با ثبات میسر خواهد شد. اما رسیدن به رشد متوازن در گرو وجود و تقویت بازارهای مالی است. چون بازارهای مالی مغز سیستم اقتصادی و کانون تصمیمگیری هستند و چنانچه این بازارها با شکست و نارسایی مواجه گردند، عملکرد کل سیستم اقتصادی با مشکل روبرو خواهد شد.

اهمیت توسعه بخش مالی کشورها از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی ساز و کار تخصیص منابع ایفا می‌کند. به عبارت دیگر، توسعه مالی بیانگر بهبود در مقدار، کیفیت و کارایی خدمات واسطه‌ای مالی است و این فرآیند مشتمل بر ترکیبی از تعداد زیادی فعالیت و موسسه است (لیو و کالدرون، ۲۰۰۳).

اما کشورهای در حال توسعه عمدتاً به دنبال جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی به عنوان یک پدیده بسیار مهم جهت مبارزه با فقر و کاهش توزیع ناعادلانه درآمدها هستند و این در حالی که نقدشوندگی بازار سهام در کشورهای در حال توسعه این توانایی را دارد که منابع مالی مورد نیاز بسیاری از شرکت‌هایی را که نیازمند نقدشوندگی هستند فراهم کند که این امر زمینه اشتغال بسیاری از فقرا را فراهم کرده و کاهش توزیع ناعادلانه درآمدها را به همراه داشته است (خانعلی زاده، ۱۴۰۰).

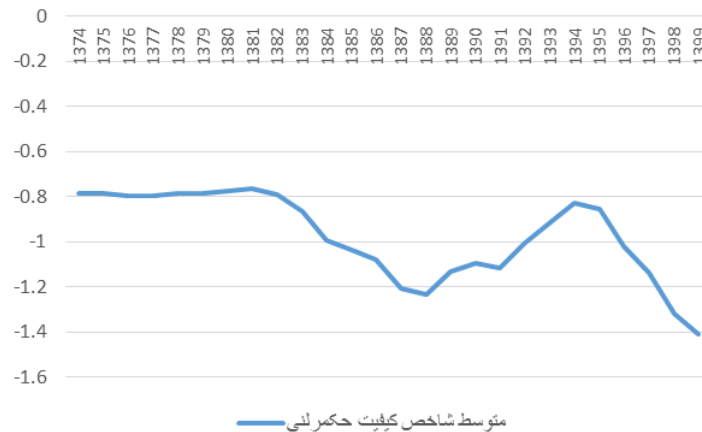
اثرات مثبت بازار سهام بعنوان یکی از ابزارهای تامین مالی بر توسعه اقتصادی، از جمله: افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت‌گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج سپرده‌ها و غیره آنقدر زیاد و حساس است که برخی از اقتصاددانان بر این

عقیده‌اند که تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه، فعال و گسترده است؛ بازارهایی که کشورهای توسعه‌نیافته از آن محروم هستند (حسن‌زاده و احمدیان، ۱۳۸۹).

پژوهشگران بسیاری به نقش عوامل اقتصادی نظیر تورم، نرخ ارز، آزاد سازی تجاری بر توسعه بازارهای مالی و حفظ ارزش دارایی‌ها در این بازار تاکید داشته‌اند اما در حقیقت به عواملی مهم دیگری مانند کیفیت حاکمیت دولت‌ها بعنوان متولیان اصلی اقتصاد نیز مربوط می‌شود که کمتر مورد توجه قرار گرفته است.

نهادهای موفق که از عوامل بنیادین رشد و توسعه اقتصادی به شمار می‌آیند، تحت عنوان حکمرانی خوب مطرح می‌شوند. برای بیان حکمرانی، شش شاخص حق اظهارنظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، حاکمیت قانون، کنترل فساد، کیفیت قوانین و مقررات و اثر بخشی دولت به بانک جهانی پیشنهاد شده است. صاحب‌نظران ان عرصه بر این باورند که هر قدر در یک کشور، دولت پاسخگوتر، کارآمدتر و ثبات سیاسی بیشتر، مقررات اضافی و هزینه‌ها کمتر و حاکمیت قانون گسترده‌تر و فساد محدودتر باشد، حکمرانی خوب برقرار است. بطور کلی می‌توان اینگونه عنوان کرد از یکسو بازار سرمایه توسعه یافته یکی از الزامات اصلی رشد و توسعه اقتصادی محسوب می‌شود و از سوی دیگر، کیفیت نهادها می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در توسعه بازار سرمایه و حفظ ارزش دارایی‌ها ایفا کنند (شقایق و همکاران، ۱۳۹۹).

در نمودار ۱ روند سالیانه متوسط شاخص‌های کیفیت حکمرانی در کشور ایران در بین سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. آنچه که مشخص است کیفیت حکمرانی در ایران از کیفیت مناسبی برخوردار نیست و از سال‌های ۱۳۹۵ به بعد نیز این روند با سرعت بیشتری رو به نزول است.



نمودار ۱. روند سالیانه متوسط شاخص های کیفیت حکمرانی در کشور ایران در بین سال های ۱۳۷۴-۱۳۹۹

نقش بازار سهام در تجهیز منابع مالی این فعالیتها بسیار چشمگیرتر از بازار پول است. تامین مالی که از طریق بازار سهام صورت می‌گیرد یک تامین مالی رقابتی و شفاف است و برای بنگاههایی که از طریق این بازار، نیازهای مالی خود را تامین می‌کنند در نهایت نرخ هزینه تامین سرمایه کاهش می‌یابد و کاهش این هزینه در کل منافی را برای جامعه در پی خواهد داشت به طوری که بازار سهام با ایجاد یک بستر کارآمد برای نقل و انتقال وجوه، تسهیل ریسک بین سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران از طریق افزایش نقدشوندگی سهام موجب افزایش توان فعالیت‌های اقتصادی بنگاهها، رشد و شکوفایی اقتصادی و در نهایت توزیع عادلانه درآمدها می‌شود. اقتصاددانان، متخصصان مالی و سیاست‌گذاران به واسطه منافع قابل ملاحظه‌ای که بازار سهام برای اقتصاد واقعی ایجاد می‌کند توجه خاصی به آن دارند و آن را تکیه‌گاه فعالیت‌های بازار سرمایه می‌دانند. این بازار به عنوان ابزار مهمی در تجهیز و تخصیص پس‌اندازها و افزایش انباشت سرمایه شناخته می‌شود که برای توزیع عادلانه‌تر درآمدها و کاهش فقر حیاتی است. به طور کلی، بازار سهام را می‌توان به عنوان یک بستر در نظر گرفت که مردم از طریق آن، پس‌اندازهایشان در بخش‌های مختلف اقتصاد را، برای سرمایه‌گذاری به بنگاه‌ها و صنایع کسب و کار منتقل می‌کنند. به حرکت درآوردن منابع و پس‌اندازها در یک اقتصاد خاموش ضروری است اما

تصمیمات خرد و کلانی که دولت‌های منتخب برای بهینه‌سازی فرایند گردش مالی در بازارهای سرمایه، هدایت منابع آنها به سمت بخش‌های مختلف اقتصاد که در رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی کشور نقش بسزایی دارند به نوعی نشأت گرفته از نوع حکمرانی آنهاست. همچنین اتخاذ تصمیمات حکمرانی مناسب به جهت حفظ دارایی‌های سرمایه‌گذاران و آموزش مردم به جهت سرمایه‌گذاری صحیح در بازارهای مالی از جمله بورس از مهم‌ترین سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصاد کشور می‌تواند باشد زیرا با ایجاد ثبات، کاهش ریسک و تحرک بازار مالی و هدایت صحیح آن به سمت تولید باعث خواهد شد که درآمد سرانه مردم افزایش داشته و به تبع آن فقر نیز در جامعه کاهش یابد. به همین جهت در این پژوهش سعی شده است تأثیر کیفیت حکمرانی دولت بر ارزش بازار سهام در کشور ایران در بین سال‌های ۱۳۷۴-۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گیرد.

## ۲- مبانی نظری

بازار بورس واوراق بهادار یکی از انواع بازار مالی است که در این بازار نیازهای مالی بلندمدت بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی تامین می‌شود. با وجود اینکه بازار سهام و بازار پول در تامین و تخصیص بهینه منابع مالی مکمل یکدیگر هستند، اما به دلیل ماهیت زمانبر بودن فعالیت‌های تولیدی

به عدالت دولت داشته باشند. در کشوری که امنیت سرمایه وجود دارد هر فردی تلاش خواهد کرد که تمام سرمایه خود را در فعالیت‌های اقتصادی به کار گیرد. بر عکس، در کشورهایی که امنیتی برای سرمایه وجود ندارد، ممکن است افراد بخشی از سرمایه خود را پنهان یا بجای امن دیگری انتقال دهند (اسمیت، ۱۷۷۶).

بانک جهانی و راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها (ICRG) از مهم‌ترین سازمان‌هایی هستند که از آمارها و شاخص‌های آنها در تحقیقات مختلف استفاده شده است. راهنمای بین‌المللی ریسک کشورها از جمله سازمان‌هایی است که به محاسبه ریسک سیاسی، مالی و اقتصادی کشورها می‌پردازد. ابتدا اطلاعات جمع‌آوری شده در ۲۲ دسته طبقه‌بندی شده و به وسیله آنها ۲۲ شاخص محاسبه می‌شود، سپس این دسته‌ها برای محاسبه سه شاخص ریسک سیاسی، مالی و اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرند. بعضی از عوامل تشکیل‌دهنده این شاخص عبارتند از: فساد در دولت، ثبات دولت، پاسخگویی دولت در برابر مردم، حاکمیت نظم و قانون، خطر بی‌اعتنایی به قراردادهای شکاف میان انتظارات مردم و عملکرد اقتصادی دولت، خطر بروز تنش‌های قومی، خطر بروز درگیری داخلی، خطر بروز درگیری خارجی و کیفیت دستگاه‌های اداری (کميجانی و سلاطین، ۱۳۸۷).

تعاریف شاخص‌های پیشنهادی کافمن و همکاران (۲۰۰۶) برای بانک جهانی که در این مطالعه بعنوان کیفیت حاکمیتی مورد استفاده قرار می‌گیرد به شرح ذیل است:

**(۱) حق اظهار نظر و پاسخگویی:** بدین مفهوم که مردم بتوانند دولت را در برابر آنچه که بر مردم تاثیر می‌گذارد مورد سوال و بازخواست قرار دهند.

**(۲) ثبات سیاسی وعدم خشونت:** این شاخص به میزان ثبات رژیم حاکم و رهبران آن، درجه احتمال تداوم حیات موثر دولت و تداوم سیاست‌های جاری در صورت مرگ و میر یا تغییر رهبران و دولت مردان فعلی می‌پردازد.

**(۳) کارایی و اثربخشی دولت:** کارآمدی دولت در انجام

کیفیت تخصیص آنها برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری متفاوت یک عامل مهم برای نابرابری درآمدها است و این در واقع همان چیزی است که یک بازار سهام کارآمد در اقتصاد انجام می‌دهد در نهایت می‌توان گفت بازار سهام از طریق خدمات خاصی که انجام می‌دهد نقش مهمی در مبارزه با فقر و ریشه کن کردن آن دارد (خانعلی زاده، ۱۴۰۰).

اما بر کسی پوشیده نیست که بازارهای مالی از جمله بازار سهام با تمام خصوصیات مثبتی که بر رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارند تحت تاثیر عوامل خرد و کلانی هستند که ریسک ذاتی این بازار را افزایش داده و دارایی‌های سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این عوامل در ادبیات نظری شامل طیف وسیعی از متغیرها است که به تازگی نیز کیفیت حاکمیتی به جمع این متغیرها افزوده شده، بطوریکه تاثیرات آن به مراتب مخرب‌تر از سایر عوامل دیگر است زیرا بروز و تاثیر سایر عوامل دیگر خود تابعی از کیفیت حاکمیتی کشورهاست.

همواره تمایلات زیادی برای درک ماهیت حکمرانی به عنوان ابزار ارتقاء فرایند توسعه یافتگی وجود دارد. نهادهای مالی بین‌المللی نظیر بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول همگی بر این عقیده‌اند که حکمرانی خوب یک ضرورت حیاتی برای کمک به تحقق برنامه‌های توسعه است. در دهه‌های اخیر و مخصوصاً در دهه ۹۰ میلادی تحقیقات زیادی توسط محققان در مورد مدیریت دولتی و انتخاب بهترین چارچوب حاکمیتی دولت صورت گرفته است که در این میان تحقیقات بانک جهانی از جایگاه خاصی برخوردار است. حکمرانی مفهوم گسترده‌ای است که با حوزه‌هایی چون محیط اقتصادی و یا به عبارتی امنیت اقتصادی، سیاست، اجتماع و حقوق ارتباط مستقیم دارد (کميجانی و سلاطین، ۱۳۸۷).

آدم اسمیت از اولین نظریه‌پردازانی است که به اهمیت نهادها و تاثیر آن بر عملکرد اقتصادی توجه داشته‌است. وی تاکید می‌کند که توسعه تجارت و صنعت نمی‌تواند در کشوری به وجود بیاید مگر آنکه فعالان اقتصادی، اعتمادی

بیشترین تأثیر منفی را در میان متغیرهای توسعه بازار سرمایه بر میزان فقر در کشور ایران داشته است.

**شقاقی و همکاران (۱۳۹۹)**، در تحقیقی با عنوان «تأثیر مولفه‌های کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام» با استفاده از تکنیک پانل دیتا و در ۱۰ کشور اسلامی و ۳۷ کشور غیر اسلامی در بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۶ به این نتایج دست یافتند که که مولفه‌های کیفیت نهادی نقش تعیین کننده‌ای در رشد قیمت سهام نسبت به رشد بازدهی متوسط کل اقتصاد و همچنین رشد حجم معاملات سهام نسبت به رشد کل حجم معاملات اقتصاد در هر دو گروه از کشورهای مورد بررسی دارد با این تفاوت که تأثیر این مولفه‌ها در ارتباط با گروه کشورهای اسلامی به مراتب بیشتر از گروه کشورهای غیراسلامی است. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، افزایش اندازه تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت و مخارج مصرف نهایی دولت به قیمت ثابت در هر دو گروه از کشورها تأثیر معنی‌داری بر رشد حجم معاملات سهام و قیمت سهام دارد.

**جانی (۱۳۹۷)**، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی تأثیر سطوح مختلف نهادی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای حوزه سند چشم انداز» نشان داد اصلاحات نهادی در سطح خرد یا کلان به تنهایی نمی‌توانند در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی موثر باشند و باید به اصلاحات سطح نهادی خرد و اصلاحات در مولفه‌هایی از سطح نهادی کلان که بر سطح نهادی خرد موثرند، توجه شود.

**قادری و قادری (۱۳۹۶)**، در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» نشان دادند شاخص‌های اثربخشی دولت، کنترل فساد، کیفیت قوانین و مقررات و ثبات سیاسی، ارتباط مثبت و معنی‌داری با هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین نتایج حاکی از عدم ارتباط بین شاخص پاسخگویی حکمرانی و حاکمیت قانون با هزینه سرمایه در دوره مورد نظر است.

وظایف محوله که شامل مقولات ذهنی همچون کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی یا کیفیت نظام اداری، صلاحیت و شایستگی کارگزاران و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی می‌باشد.

**(۴) بار مالی مقررات:** بر روی سیاست‌های ناسازگار با بازار تمرکز دارد. سیاست‌هایی از قبیل: کنترل قیمت‌ها، عدم نظارت کافی بر سیستم بانکی و همچنین هزینه وضع قوانین برای محدودیت بیش از اندازه تجارت خارجی.

**(۵) حاکمیت قانون:** میزان احترام عملی که دولتمردان و شهروندان یک کشور برای نهادهایی قائل هستند که با هدف وضع و اجرای قانون و حل اختلاف ایجاد شده است.

**(۶) کنترل فساد:** استفاده از قدرت و امکانات عمومی در جهت منافع شخصی (شقاقی و همکاران، ۱۳۹۹).

در یک جامعه هر اندازه حاکمیت قانون، پاسخگویی و اثربخشی دولت قوی‌تر و فراگیرتر باشد، فساد، مقررات اضافی و بی‌ثباتی سیاسی و خشونت نیز به تبع آن کاهش می‌یابد و در آن جامعه حکمران برای نیل به توسعه اقتصادی و اجتماعی موفق‌تر است.

### ۳- پیشینه تحقیق

#### ۳-۱- مطالعات داخلی

**خانعلی زاده (۱۴۰۰)**، در پژوهشی با عنوان «تأثیر توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی بر فقر» با بکارگیری آزمون ARDL روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرهای توسعه بازار بورس (ارزش معاملات انجام شده در بورس، حجم سهام‌های معامله شده در بورس و تعداد شرکت‌ها بورسی) و تولید ناخالص داخلی واقعی با متغیر ضریب جینی (میزان فقر) در بازه زمانی ۱۳۹۸-۱۳۶۵ و با استفاده از داده‌های سالیانه در کشور ایران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت تأثیر تمامی متغیرهای بکارگرفته شده بر میزان فقر در کشور ایران منفی می‌باشد. همچنین متغیر ارزش معاملات انجام شده در بورس

می‌دهد که متعاقباً منجر به تقاضای بالاتر برای تامین مالی سهام می‌شود.

**کیتا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)**، در پژوهشی عنوان «آیا بازارهای مالی برای کیفیت حاکمیت مالی ارزش فائل هستند؟» که در IMF انجام دادند به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت مالی و دسترسی به منابع مالی خارجی مبتنی بر بازار پرداختند که نتایج تحقیق آنها نشان داد که حاکمیت مالی قوی‌تر با بهبود در چندین شاخص دسترسی به بازار، از جمله احتمال بالاتر انتشار اوراق قرضه دولتی و داشتن رتبه اعتباری دولتی همراه است. همچنین با استفاده از اطلاعات جزئی‌تر در مورد کیفیت حاکمیت مالی از ارزیابی‌های هزینه‌های عمومی و حسابدهی مالی (PEFA) برای ۸۹ اقتصاد نوظهور و در حال توسعه نیز به این نتایج دست یافتند که شاخص‌های مشابه دسترسی به بازار با شیوه‌های مدیریت مالی سالم عمومی، به ویژه آبهایی که شفافیت بودجه را بهبود می‌بخشد، مرتبط هستند.

**بادی و امبی<sup>۳</sup> (۲۰۱۷)**، در مطالعه‌ای با عنوان «ارتباط بین کیفیت حاکمیت و عملکرد سهام بازار: شواهد سطح بین‌المللی» با بررسی ۲۳ کشور نشان دادند که شاخص‌های حق اظهار نظر و پاسخگویی، شاخص ثبات سیاسی، شاخص اثربخشی دولت برای تامین نیازهای جامعه، شاخص کیفیت قوانین و مقررات و کاهش موانع توسعه و اقتصادی، شاخص حاکمیت قانون و یکسان بودن دولت و مردم در برابر قانون، شاخص کنترل فساد و استفاده از قدرت و امکانات عمومی تاثیر قابل توجهی بر عملکرد بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه داشته است.

**پاریش و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۵)**، در پژوهشی با عنوان «آیا کیفیت حاکمیت می‌تواند بازده بازار سهام را پیش بینی کند؟ شواهد جهانی جدید» نشان دادند که بازار سهام تنها در کشورهایی که کیفیت حکومت آنها ضعیف است، حاکمیت در سطح کشور، بازده سهام را پیش‌بینی می‌کند. برای کشورهای دارای حاکمیت توسعه یافته، شواهدی مبنی بر پیش‌بینی بازده توسط حاکمیت وجود ندارد. همچنین سرمایه‌گذاران

**اسکویی و همکاران<sup>۵</sup> (۱۳۹۰)**، در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی تأثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه شواهدی از ایران و کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی» به بررسی تأثیر شاخص‌های عوامل نهادی به 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 پرداخته‌اند بدین منظور برای برآورد اثرات متغیرها، از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی به شیوه حداقل مربعات معمولی پویا (DOLS) بهره جستند. نتایج برآورد حاکی از آن است، که در کشورهای مورد مطالعه تمامی شاخص‌های عوامل نهادی تأثیر مثبت و معنی‌دار بر شاخص توسعه بازار سرمایه دارند.

**کمیجانی و سلاطین<sup>۶</sup> (۱۳۸۷)**، در پژوهشی با عنوان «تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای منتخب OPEC و OECD» با استفاده از روش داده‌های تلفیقی در دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۶ به این نتایج دست یافتند که ارتباط مثبتی میان شاخص‌های حکمرانی و رشد اقتصادی در گروه کشورهای عضو OECD و OPEC وجود دارد و شاخص ثبات سیاسی و شاخص کنترل فساد دارای بیشترین تاثیر بر نرخ رشد اقتصادی می‌باشند.

### ۳-۲- مطالعات خارجی

**علی عمران و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۲۰)** در مقاله با عنوان «اندازه‌گیری اثرات کیفیت حکمرانی بر بازار سهام در کشورهای توسعه یافته» با استفاده از روش پانل دیتا طی دوره ۲۰۱۸-۱۹۹۶ به این نتایج دست یافتند که کیفیت بالای حکمرانی با بازده بالاتر سهام مرتبط است. کیفیت نهادی پیش‌شرطی برای توسعه مالی است که جهت تغییر را برای کاهش هزینه‌های معاملات و هزینه‌های نمایندگی تعیین می‌کند و پروژه‌های سودآور را در دسترس شرکت‌ها قرار

1. Ali Imran and et al

2. Keita and et al

3. Boadi and Amegbe

4. Paresch Kumar et al



$$u_t = \theta_1 u_{t-1} + \theta_2 u_{t-2} + \dots + \theta_p u_{t-p} + \varepsilon_t \quad (2)$$

که در آن  $\varepsilon_t$  ها به صورت همانند و مستقل از یکدیگر (IID) توزیع شده‌اند. از آنجا که معمولاً این باور وجود دارد که تفاضل مرتبه اول بسیاری از متغیرهای سری زمانی اقتصاد کلان شامل جملات میانگین متحرک (MA) است. نتیجه فوق را به موردی تعمیم دادند که در آن جملات اختلال دارای فرآیند  $ARIMA(p,q)$  است و می‌تواند توسط یک فرآیند  $AR(k)$  تقریب زده شود. در این فرآیند  $k$  به اندازه کافی بزرگ است که تقریب خوبی از فرآیند  $ARIMA(p,q)$  حاصل شود و در نتیجه جملات اختلال  $\varepsilon_t$  تقریباً نوفه سفید باشند. در چنین شرایطی روش آزمون دیکی - فولر تعمیم یافته (ADF) به صورت حدی معتبر است، مشروط به اینکه  $k$  به گونه مناسبی با افزایش حجم نمونه افزایش یابد. چون آزمون  $DF$  و  $ADF$  می‌توانند مشخص کنند که یک سری زمانی جمعی است یا نه، به این آزمون‌ها، آزمون‌های جمعی بودن نیز می‌گویند (عباسی و دهباشی، ۱۳۸۹).

#### ۴-۲- آزمون ARDL BOND

روش آزمون باند (کرانه‌هایی)  $ARDL$  بر اساس تخمین  $OLS$  یک الگوی تصحیح خطای نامقید (UECM) برای تحلیل هم‌انباشتگی بنا شده است. از مدل  $ARDL$  می‌توان یک مدل تصحیح خطای پویا (ECM) استخراج نمود. بنرچی، دولادو، گالرس و هنری<sup>۵</sup> (۱۹۹۳) که  $ECM$ ، پویایی‌های کوتاه‌مدت را با تعادل بلندمدت بدون از دست دادن اطلاعات بلندمدت ادغام می‌کند. بر اساس کار پسران و پسران<sup>۶</sup> (۱۹۹۷) و پسران و شین و اسمیت<sup>۷</sup> (۲۰۰۱). مدل  $ARDL(q, q_1, q_2, q_3, \dots, q_k)$  به صورت ذیل بیان می‌شود (نظیری و فرهادی، ۱۳۹۵):

$$\phi(L, P)Y_t = C_0 + \sum_{i=1}^K \beta_i (L, q_t) X_{it} + \delta_t w_t + \mu_t : t = 1 \dots n \quad (3)$$

در کشورهای دارای حکومت ضعیف می‌توانند از اطلاعات موجود در شاخصه‌های حاکمیتی در سطح کشور برای ایجاد استراتژی‌های سهام سودمند استفاده کنند.

**هوپر و همکاران (۲۰۰۹)**، در تحقیقی با عنوان «دولت و عملکرد بازار سهام» نشان دادند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین معیارهای عملکرد بازار سهام و کیفیت محیط سازمانی وجود دارد. همچنین کشورهای توسعه‌یافته دارای سیستم‌های حاکمیتی بهتر، بازارهای سهام با بازده بالاتر و سطوح پایین ریسک هستند. همچنین نتایج این پژوهش حاکی از آن است که پیش شرط توسعه بازار مالی بهبود نهادهایی است که فرآیند مبادله را مدیریت می‌کنند.

#### ۴-۱- روش تحقیق

در این قسمت به تشریح و بررسی آزمون‌های بکار گرفته شده در این پژوهشی که شامل: دیکی فولر<sup>۱</sup>، آزمون باند<sup>۲</sup>، خودتوضیح با وقفه‌های گسترده<sup>۳</sup> می‌باشد، خواهیم پرداخت.

#### ۴-۱-۱- آزمون دیکی - فولر تعمیم یافته

##### (ADF)

قبل از برآورد مدل لازم است که ایستایی متغیرها به جهت جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب مورد بررسی قرار گیرد چون در این حالت ضرایب بدست آمده معتبر نبوده و قابل تفسیر نخواهند بود. لذا به جهت بررسی مانایی متغیرها از آزمون دیکی-فولر تعمیم یافته (ADF) استفاده می‌شود. برای آزمون نایستایی اگر فرض کنیم که سری زمانی دارای فرآیند خود توضیح مرتبه اول نیست و مرتبه آن  $p$  است و جمله اختلال  $u_t$  دارای یک فرآیند خودتوضیح از مرتبه  $p$  به صورت ذیل باشد:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_t + \delta y_{t-1} + u_t \quad (1)$$

1. Hooper et al  
2. Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test  
3. ARDL BOND  
4. Autoregressive Distributed Lags (ARDL)

5. Bannerjee et al  
6. Pesaran and Pesaran  
7. Pesaran and Shin

برای انجام رویکرد آزمون ARDL BOND، ابتدا رابطه سطحی بلندمدت بین متغیرها با استفاده از آزمون ضرایب Wald یا آزمون F تعیین می‌شود. در اینجا از آزمون معنی‌داری مشترک برای فرض صفر، یعنی عدم همجمعی، از طریق صفر قرار دادن ضرایب تمام متغیرها با یک وقفه در سطح استفاده می‌شود. در مقابل، فرض دیگر بیان می‌کند که ضرایب تمام متغیرها با یک وقفه در سطح، مخالف صفر هستند. در مرحله بعد بر اساس سطوح معناداری مرسوم (۹۵٪ و ۹۰٪)، آماره F محاسباتی، با مورد مربوط به مقادیر بحرانی باند که در جدول پسران و شین و اسمیت (۲۰۰۱) آورده شده است، مقایسه می‌شود. این جدول، مقادیر بحرانی را برای ۵ مورد مختلف با توجه به وجود عرض از مبدأ و (یا) روند در مدل نشان می‌دهد. این مقادیر بحرانی شامل کرانه‌های بالایی I(1) و پایینی I(1) و تعداد متغیرهای توضیحی هستند؛ تا تمام طبقه‌بندی‌های ممکن متغیرها و هم انباشتگی دوجانبه را در بر می‌گیرند. اگر آماره F محاسباتی، بیشتر از کرانه بالایی مقدار بحرانی باشد، آنگاه فرضیه صفر، مبنی بر عدم وجود هم انباشتگی رد می‌شود. اگر آماره F تخمین زده شده کمتر از کرانه پایینی مقدار بحرانی باشد، آنگاه فرضیه صفر، مبنی بر عدم وجود هم انباشتگی، نمی‌تواند رد شود. هر چند اگر آماره F محاسباتی بین کرانه بالایی و پایینی قرار گیرد، تصمیم قطعی نخواهد بود (نظیری و فرهادی، ۱۳۹۵).

## ۴-۲- الگو خود توضیح با وقفه‌های گسترده (ARDL)

الگو خود توضیح با وقفه‌های گسترده (ARDL)، توسط پسران و شین<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) به منظور بررسی رابطه‌ی هم‌جمعی و بلندمدت بین متغیرها ارائه شده است. این روش، مزیت‌های زیادی نسبت به سایر روش‌های مشابه داشته و لذا به طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد (باقری، ۱۳۸۹).  
ARDL از جمله روش‌هایی است که در آن لازم نیست درجه ایستایی متغیرها یکسان باشد و صرفاً با تعیین وقفه‌های

که  $y_t$  متغیر وابسته، C عرض از مبدأ،  $x_{it}$  متغیرهای مستقل،  $L_t$  عملگر وقفه و  $W_t$  شامل متغیرهای پیش تعیین شده مانند متغیرهای دامی، متغیر روند و سایر متغیرهای برونزا با وقفه ثابت می‌باشند. مدل الگوی تصحیح خطای نامقید مدل ARDL مزبور به وسیله بازنویسی معادله به صورت زیر به دست می‌آید:

$$Dy_t = C_0 + C_{it} + \lambda yxz_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} y_i DY_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} y_i Dx_{t-i} + \delta_t w_t + \mu_t \quad (4)$$

که D عملگر تفاضل مرتبه اول، t روند و  $z_t = (y_t, x_t)$  می‌باشند و  $y_i$  پویایی‌های کوتاه مدت مدل را نشان می‌دهد با اعمال  $C_0 \neq 0$  و  $C_1 \neq 0$  رابطه را به صورت زیر خواهیم داشت:

$$Dy_t = C_0 + \lambda_{yy} y_{t-1} + \lambda_{yy} x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} y_i DY_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} y_i Dx_{t-i} + \delta_t w_t + \mu_t \quad (5)$$

مطابق مطالعه پسران و شین اسمیت (۲۰۰۱)، برای انجام آزمون ARDL باند، باید از ضرایب WALS (آماره F) برای بررسی معنی‌داری سطوح با وقفه متغیرها در الگوی تصحیح خطای نامقید استفاده نمود. با توجه به محدود بودن داده‌های سری زمانی، باید یک تعادل ظریف بین انتخاب وقفه‌ها وجود داشته باشد.

به این صورت که آنها باید به اندازه کافی بزرگ باشند، تا مشکل همبستگی سریالی باقیمانده‌ها را کمتر کنند و همزمان به قدر کافی کوچک باشند تا از بیش از حد پارامترسازی VECM جلوگیری نمایند.

ابتدا صورت VECM معادله ARDL با وقفه مناسب و روش OLS تخمین می‌زنیم و مدل عمومی ARDL را بدست می‌آوریم. پس از تخمین مدل ARDL عمومی، با استفاده از روش مدل‌سازی کل به جزء هندری (۱۹۹۵)، با استفاده از حذف متغیرها و وقفه‌های بی معنی از مدل، یک طرفه صرف‌جو به دست می‌آید.



$$\phi_0 = \frac{\alpha_0}{a(1, P)} \quad (11)$$

$$\gamma_i = \frac{\beta_0(1, q)}{a(1,)} \quad (12)$$

در روش ARDL، به منظور بررسی وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها، آزمون F انجام می‌گیرد. آماره این آزمون از معادله زیر به دست می‌آید:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t = & C + \delta Y_{t-1} + \sum_{m=1}^n \delta_m X_{m,t-1} \\ & + \sum_{j=1}^p \omega_j \Delta Y_{t-j} + \sum_{m=1}^n \sum_{i=0}^q \theta_{mi} \Delta X_{m,t-i} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (13)$$

که در آن  $i$ ، وقفه متغیر توضیحی  $m$ ام،  $j$  وقفه متغیر وابسته،  $n$  تعداد متغیرهای توضیحی،  $p$  تعداد وقفه‌های متغیر وابسته و  $q$  تعداد وقفه متغیرهای مستقل است.

در این آزمون فرض صفر مبنی بر عدم وجود رابطه بلندمدت بین متغیرها و فرض مقابل، وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهاست که بصورت ذیل تعریف می‌شوند:

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \dots = \delta_m = 0$$

$$H_0: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \dots \neq \delta_m \neq 0$$

آخرین مرحله در برآورد یک مدل ARDL، بررسی کوتاه مدت بین متغیرها و محاسبه سرعت تعدیل تعادل‌های کوتاه مدت در هر دوره برای رسیدن به تعادل بلندمدت است. مدل تصحیح خطای ARDL به صورت ذیل می‌باشد:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t = & \phi + \sum_{j=1}^p \phi_j \Delta Y_{t-j} + \sum_{m=1}^n \sum_{i=0}^q \beta_{m,i} \\ & + \gamma ECM_{t-i} + \mu_t \end{aligned} \quad (14)$$

که در آن  $\gamma$ ، مقدار تعدیل در هر دوره تا رسیدن به تعادل بلندمدت را نشان می‌دهد (باقری، ۱۳۸۹).

## ۵- معرفی مدل و متغیرها

به جهت بررسی تأثیرات متغیرهای کیفیت حاکمیت دولت بر ارزش بازار سهام کشور ایران، از مدل علی عمران

مناسب برای متغیرها می‌توان مدل مناسب را انتخاب کرد. روش ARDL الگوهای بلندمدت و کوتاه مدت موجود در مدل را به طور همزمان تخمین می‌زند و مشکلات مربوط به حذف متغیرها و خودهمبستگی را رفع می‌کند. بنابراین، تخمین‌های ARDL به دلیل نبود مشکلاتی مانند خودهمبستگی و درون‌زایی، ناریب و کارا هستند.

یک مدل الگوی خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی به طور کلی به صورت  $ARDL(P1, q1, q2, \dots, qk)$  به صورت ذیل خواهد بود:

$$\begin{aligned} \alpha(L, P) Y_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i(L, q_i) X_{it} \\ & + \delta W_t + U_t \end{aligned} \quad (6)$$

این معادله رابطه پویای بین متغیرها را نشان می‌دهد، به طوری که در آن:

$$\alpha(L, P) = 1 - \alpha_1 L - \alpha_2 L^2 - \dots - \alpha_p L^p \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \beta(L, q_i) = & 1 - \beta_{i1} L - \beta_{i2} L^2 - \dots - \beta_{iq} L^q \\ & i=1, 2, \dots, k \end{aligned} \quad (8)$$

که در آن  $\alpha$ ، مقدار ثابت،  $Y_t$  متغیر وابسته و  $L$  عمل‌گر وقفه است، به طوری که  $X_j Y_t = X_{t-j}$  است.  $W_t$  برداری از متغیرهای قطعی (غیر تصادفی)، نظیر عرض از مبدأ، متغیرهای مجازی و یا برون‌زا با وقفه ثابت است.  $p$ ، تعداد وقفه‌های به کار رفته برای متغیر وابسته و  $q_i$  تعداد وقفه‌های مورد استفاده برای متغیر مستقل  $X_{it}$  است.

رابطه بلندمدت مدل ARDL، با عملیات جبری ساده در معادله بالا و توجه به آن که در بلندمدت ارزش جاری وقفه‌های هر یک از متغیرهای وابسته و توضیحی با هم برابر هستند، به صورت ذیل به دست می‌آید:

$$Y_t = \phi_0 + \sum_{i=1}^k \gamma_i X_i + e_t \quad (9)$$

در این معادله:

$$e_t = \frac{U_t}{a(1, P)} \quad (10)$$

ضمناً آمارهای بکار گرفته شده در این تحقیق از بانک جهانی، بانک مرکزی برای بازه زمانی ۱۳۷۴-۱۳۹۹ و بصورت سالیانه استخراج و از نرم افزار EViews 11 برای برآورد تخمین پیشنهادی استفاده شده است.

## ۶- نتایج تجربی

قبل از برآورد مدل، به جهت جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب می‌بایست آزمون ریشه واحد انجام و ایستایی متغیرها مورد ارزیابی قرار گیرد. لذا این آزمون به روش دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) انجام و نتایج آن در جدول ۱ درج شد. همان طور که مشخص است تمامی متغیرها در سطح ایستا نبوده، لذا پس از یکبار تفاضل‌گیری متغیرهای نایستا در سطح یک ایستا گردیدند.

و همکاران (۲۰۲۰) استفاده شده و معادله پیشنهادی ذیل تخمین زده می‌شود.

$$SMV = f(VOA, PON, GOE, REQ, RUF, COC) \quad (15)$$

$$LSMV_t = a_0 + a_1 LVOA_t + a_2 LPON_t + a_3 LGOE_t + a_4 LREQ_t + a_5 LRUF_t + a_6 LCOC_t + \varepsilon_t \quad (16)$$

متغیرهای مورد استفاده در الگوی فوق عبارتند از: ارزش جاری بازار سهام (میلیارد ریال) (SMV)، صدا و پاسخگویی (VOA)، ثبات سیاسی بدون خشونت (PON)، اثر بخشی دولت (GOE)، کیفیت نظارتی (REQ)، حکم قانون (RUF) و کنترل فساد (COC).

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد

سطح یک		متغیر	سطح		متغیر
احتمال	آماره T		احتمال	آماره T	
۰/۰۵۲۳	-۳/۳۱۸۴۲۹**	DLSMV	۰/۹۹۵۹	۱/۰۵۸۴۳۱	LSMV
			۰/۰۵۳۶	-۱/۵۳۱۶۵۱**	LVOA
۰/۰۰۱۲	-۴/۶۴۳۵۱۶	DLPON	۰/۱۵۳۴	-۲/۳۹۳۷۵۱	LPON
			۰/۰۵۰۸	-۳/۲۳۴۸۴۲**	LGOE
			۰/۰۰۴۹	-۴/۰۹۵۸۸۴۶**	LREQ
۰/۰۰۱۳	-۴/۶۱۳۷۷۱۵**	DLRUF	۰/۲۷۵۸	-۲/۰۲۲۸۷۰	LRUF
۰/۰۰۰۴	-۵/۳۳۵۹۳۰**	DLCOC	۰/۷۸۲۷	-۰/۸۶۳۶۰۴	LCOC

\*\* و \*\*\* نشان‌دهنده ایستایی در سطح اطمینان ۵ و ۱ درصد و با عرض از مبدأ است. مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده نرم افزار Eviews 11

بر نبود ارتباط بلندمدت را رد نمود و بر عکس اگر آماره F آزمون پایین‌تر از مقدار بحرانی کرانه پائین قرار گیرد، فرض صفر را نمی‌توان رد نمود. نهایتاً اگر آماره آزمون بین کرانه های بالا و پائین قرار گیرد، نتیجه آزمون نامشخص می‌باشد. حال با توجه به آماره‌های به دست آمده از این آزمون، آماره F محاسباتی بزرگ‌تر از کرانه بالا در سطح ۵٪ می‌باشد. لذا وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل تأیید می‌گردد.

اکنون با توجه به اینکه متغیرهای مدل در سطوح مختلف ایستا هستند مجاز خواهیم بود تا از آزمون کرانه‌ها (BOND ARDL) برای بررسی وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل استفاده نماییم. لذا پس از انجام این آزمون نتایج حاصل در جدول ۲ ثبت گردیده است. در همین راستا با توجه به اینکه اگر آماره F محاسباتی بزرگ‌تر از مقدار بحرانی کرانه بالا باشد، می‌توان بدون توجه به درجه جمعی متغیرها فرض صفر مبنی

جدول ۲. نتایج آزمون ARDL BOND

۷/۰۳۹۰۷**	آماره F محاسباتی	
	گرانه پایین	سطح معناداری
۳/۵۹	۲/۵۳	٪۱۰
۴	۲/۸۷	٪۵
۴/۹	۳/۶	٪۱

\*\*\* و \*\* نشان‌دهنده ایستایی در سطح اطمینان ۵ و ۱ درصد می‌باشد.  
 مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده نرم افزار Eviews 11

در این قسمت با توجه به نتایج بدست آمده آزمون باند که نشان‌دهنده وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل می‌باشد. با انجام آزمون ARDL روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرها را مورد بررسی قرار خواهیم داد. در همین راستا نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۳. آزمون خود توضیح با وقفه‌های گسترده ARDL (۲,۲,۲,۲,۰)

بلندمدت		متغیر	کوتاه‌مدت		متغیر
احتمال	ضریب		احتمال	ضریب	
۰/۰۰۲۷	۱/۷۷**	LVOA	۰/۰۵۳۶	۰/۴۹**	DLVOA
۰/۰۰۶۰	۰/۶۹**	LPON	۰/۰۰۱۱	۰/۸۸**	DLPON
۰/۰۰۰۰	۱/۳۷**	LGOE	۰/۰۰۴۸	۱/۸۵**	DLGOE
۰/۰۰۰۵	۳/۷۲**	LREQ	۰/۰۰۲۱	۳/۰۴**	DLREQ
۰/۰۰۸۲	۰/۵۸**	LRUF	۰/۳۸۳۱	۱/۱۹	DLRUF
۰/۰۰۰۴	۲/۳۰**	LCOC	۰/۰۰۳۱	۱/۵۶**	DLCOC
۰/۰۰۲۱	۱۸/۵۶۸۷۹**	C	۰/۰۰۲۱	-۰/۹۸**	ECM(-1)
$R^2: ۰/۱۸۶$		Durbin-Watson: ۲/۲۷			

\*\*\* و \*\* نشان‌دهنده ایستایی در سطح اطمینان ۵ و ۱ درصد می‌باشد.  
 مأخذ: یافته‌های تحقیق با استفاده نرم افزار Eviews 11

متغیر اثر بخشی دولت (GOE)، ۱/۸۵ درصد در کوتاه‌مدت و ۱/۳۷ درصد در بلندمدت بر ارزش جاری بازار سهام (SMV) افزوده خواهد شد.

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در متغیر کیفیت نظارتی (REQ)، ۳/۰۴ درصد در کوتاه‌مدت و ۳/۷۲ درصد در بلندمدت بر ارزش جاری بازار سهام (SMV) افزوده خواهد شد.

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در حکم قانون (RUF)، در کوتاه‌مدت معنی‌دار بدست نیامد ولی در بلندمدت ۰/۵۸ درصد بر ارزش جاری بازار سهام (SMV)

نتایج به دست آمده حاکی از آن است:

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در متغیر صدا و پاسخگویی (VOA)، ۰/۴۹ درصد در کوتاه‌مدت و ۱/۷۷ درصد در بلندمدت بر ارزش جاری بازار سهام (SMV) افزوده خواهد شد.

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در متغیر ثبات سیاسی بدون خشونت (PON)، ۰/۸۸ درصد در کوتاه‌مدت و ۰/۶۹ درصد در بلندمدت بر ارزش جاری بازار سهام (SMV) افزوده خواهد شد.

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در

افزوده خواهد شد.

• با فرض ثابت بودن سایر شرایط، یک درصد تغییر در متغیر کنترل فساد (COC)، ۱/۵۶ درصد در کوتاه‌مدت و ۲/۳۰ درصد در بلندمدت بر ارزش جاری بازار سهام (SMV) افزوده خواهد شد.

نتایج بخوبی نشان‌دهنده این واقعیت است که بطور کلی

تاثیر کیفیت حاکمیتی بر ارزش بازار سهام در ایران مثبت است و رتبه‌بندی شاخص‌های کیفیت حاکمیتی در بلندمدت و کوتاه‌مدت بر اساس میزان تاثیری که بر ارزش بازار سهام می‌گذارند. حاکی از آن است که بیشترین تاثیرگذاری از میان شاخص‌های کیفیت حاکمیتی در بلندمدت و هم کوتاه مدت مربوط به متغیر کیفیت نظارتی (REQ) و کمترین تاثیر مربوط به متغیر حکم قانون (RUF) است.

جدول ۴. رتبه بندی میزان تاثیرگذاری شاخص‌های کیفیت حاکمیتی بر ارزش بازار سهام

متغیر وابسته: ارزش جاری بازار سهام (SMV)			
پلندمدت	متغیر	کوتاه‌مدت	متغیر
۳/۷۲	کیفیت نظارتی (REQ)	۳/۰۴	کیفیت نظارتی (REQ)
۲/۳۰	متغیر کنترل فساد (COC)	۱/۸۵	اثر بخشی دولت (GOE)
۱/۷۷	صدا و پاسخگویی (VOA)	۱/۵۶	متغیر کنترل فساد (COC)
۱/۳۷	اثر بخشی دولت (GOE)	۰/۸۸	ثبات سیاسی بدون خشونت (PON)
۰/۶۹	ثبات سیاسی بدون خشونت (PON)	۰/۴۹	صدا و پاسخگویی (VOA)
۰/۵۸	حکم قانون (RUF)	بدون معنی‌داری	حکم قانون (RUF)

مأخذ: یافته‌های تحقیق

تبادل کوتاه‌مدت برای رسیدن به تعادل بلندمدت تعدیل می‌گردد. این نتیجه حاکی از آن است که سرعت تعدیل بسیار بالا بوده و هرگونه عدم تعادل به سرعت تعدیل خواهد شد. در ادامه به منظور بررسی ثبات ضرایب<sup>۱</sup> مدل از آزمون‌های مجموع تجمعی<sup>۲</sup> (CUSUM)، مجموع مجذور تجمعی<sup>۳</sup> (CUSUMQ) استفاده شده است. آزمون ثبات برای مشخص کردن ثبات مدل و تعیین وجود یا عدم وجود شکست ساختاری مورد استفاده قرار می‌گیرد اگر نمودار آماری به دست آمده در محدوده‌ی بین این حدود قرار گرفت و آن‌ها را قطع نکند، میتوان ادعا کرد که مدل از ثبات لازم برخوردار است و فرضیه‌ی صفر مبنی بر عدم وجود شکست ساختاری پذیرفته می‌شود.

در این آزمون‌ها فرضیه صفر، ثبات پارامترها را در سطح

لذا آنچه که مشخص است کیفیت حاکمیتی دولت‌ها قطعاً بر کاهش و افزایش ریسک بازارهای مالی تاثیر گذار است و اتخاذ تصمیمات آنها می‌تواند بر بازدهی و ارزش بازارهای مالی از جمله بازار سهام تاثیر گذار باشد.

اما عمده‌ترین دلیل شهرت الگوهای تصحیح خطا (ECM)، آن است که نوسانات کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلندمدت آنها ارتباط می‌دهند. ضریب تصحیح خطا، در صورتی که با علامت منفی ظاهر شود، نشانگر سرعت تصحیح خطا و میل به تعادل بلندمدت خواهد بود. این ضریب نشان می‌دهد در هر دوره چند درصد از عدم تعادل متغیر وابسته تعدیل شده و به سمت رابطه بلندمدت نزدیک می‌شود. لذا ضریب تصحیح خطا نیز در این برآورد منفی و قابل تفسیر بوده که نشان می‌دهد که در هر سال ۰/۹۸ درصد از عدم

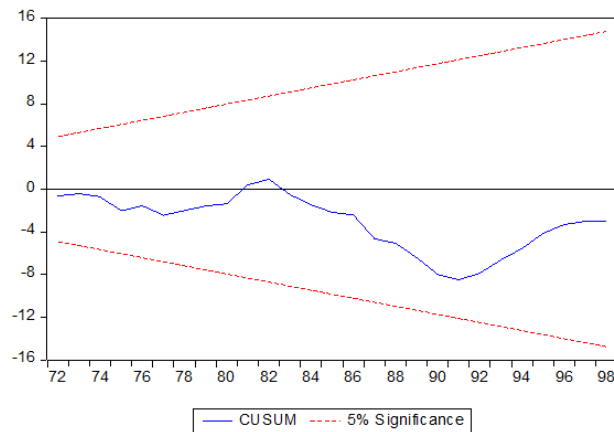
1. Structural Stability

2. Cumulative Sum of Recursive Residuals

3. Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals

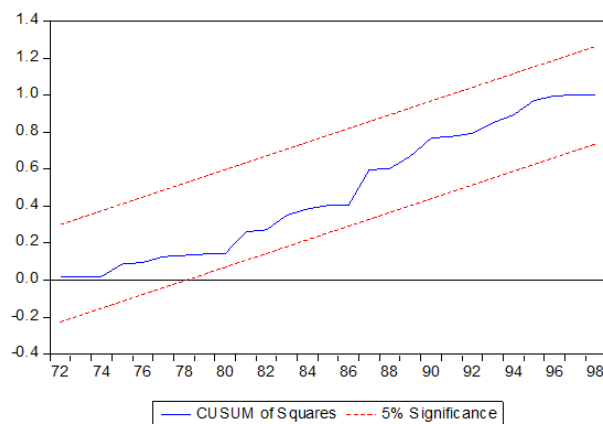
معناداری ۵ درصد بوده است. به عبارتی فرضیه صفر مبنی بر ثبات ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل رد نبوده است. به عبارتی نمودار ۱ و ۲ نشان می‌دهد که مدل تخمینی در سطح ۵٪ از ثبات ساختاری برخوردار بوده و شکستی ملاحظه نشده است.

معنی‌داری ۵ درصد مورد آزمون قرار می‌دهد. در نمودارهای (۱) و (۲) نتایج آزمون‌ها نشان داده شده است. مطابق نتایج این نمودارها آماره‌های این آزمون در داخل خطوط مستقیم قرار داشته که این خود به معنی ثبات ضرایب در سطح



نمودار ۱- آزمون CUSUM

مأخذ: نتایج تحقیق



نمودار ۲- آزمون CUSUMSQ

مأخذ: نتایج تحقیق

استفاده گردید که نتایج آن در جدول ۵ نشان داده شده است. نتایج به ترتیب حاکی از عدم وجود مشکل ناهمسانی واریانس، خود همبستگی و نرمال بودن توزیع جزء اخلاصها دارد.

در پایان به جهت بررسی فرض کلاسیک از آزمون‌های تشخیصی شامل آزمون وایت، بروش-گودفری و جاک برا

جدول ۵- آزمون‌های تشخیصی

آزمون‌ها	آمارها	احتمال آماره
وایت	۲/۰۲۷۰۸۱	۰/۲۲۳۰
بروش-گودفری	۱۲/۸۰۹۱۰	۰/۲۰۶۲
جاک‌برا	۱/۰۵۷۶۳۲	۰/۹۷۱۵۹۵

مأخذ: نتایج تحقیق

## ۷- نتیجه‌گیری

بر کسی پوشیده نیست که بازارهای مالی از جمله بازار سهام با تمام خصوصیات مثبتی که بر رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارند تحت تاثیر عوامل خرد و کلانی هستند که ریسک ذاتی این بازار را افزایش داده و دارایی‌های سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این عوامل در ادبیات نظری شامل طیف وسیعی از متغیرها است که به تازگی نیز کیفیت حاکمیتی به جمع این متغیرها افزوده شده، بطوریکه تاثیرات آن به مراتب مخرب‌تر از سایر عوامل دیگر است زیرا بروز و تاثیر سایر عوامل دیگر خود تابعی از کیفیت حاکمیتی کشورهاست. اما آنچه که مشخص است کیفیت حاکمیتی دولت‌ها قطعاً بر کاهش و افزایش ریسک بازارهای مالی تاثیر گذار است و اتخاذ تصمیمات آنها می‌تواند بر بازدهی و ارزش بازارهای مالی از جمله بازار سهام تاثیر گذار باشد. به همین علت افزایش کیفیت حاکمیتی دولت‌ها به عنوان متولیان اقتصادی کشور خواهد توانست بازارهای مالی از جمله بازار بورس و اوراق بهادار که یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی موسسات و بنگاههای اقتصادی است را تقویت نموده و بازدهی و ارزش این بازار را ارتقا و ریسک را تا حدودی کاهش دهد. چون این مهم قطعاً خواهد توانست زمینه‌ساز افزایش تولید ناخالص داخلی گردیده که در نهایت به کاهش فقر، بیکاری و تورم و... منتهی خواهد شد. لذا در این تحقیق سعی شده است با بکارگیری آزمون ARDL روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرهای ارزش جاری بازار سهام (SMV) و کیفیت حاکمیتی (صدا و پاسخگویی (VOA)، ثبات سیاسی بدون خشونت (PON)، اثر بخشی دولت (GOE)، کیفیت نظارتی (REQ)، حکم قانون (RUF) و کنترل فساد (COC)) در بازه

زمانی ۱۳۷۴-۱۳۹۹ و با استفاده از داده‌های سالیانه در کشور ایران مورد بررسی قرار گیرد. لذا نتایج این تحقیق حاکی از آن است که در کوتاه‌مدت تاثیر متغیرهای صدا و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثر بخشی دولت، کیفیت نظارتی، حکم قانون و کنترل فساد بر ارزش جاری بازار سهام به ترتیب ۰/۴۹، ۰/۸۸، ۱/۸۵، ۳/۰۴، بدون معنی‌داری و ۱/۵۶ درصد و در بلندمدت به ترتیب ۱/۷۷، ۰/۶۹، ۱/۳۷، ۳/۷۲، ۰/۵۸ و ۲/۳۰ درصد می‌باشد. نتایج بخوبی نشان‌دهنده این واقعیت است که بطور کلی تاثیر کیفیت حاکمیتی بر ارزش بازار سهام در ایران مثبت است که بیشترین تاثیرگذاری از میان شاخص‌های کیفیت حاکمیتی در بلندمدت و هم کوتاه مدت مربوط به متغیر کیفیت نظارتی (REQ) و کمترین تاثیر مربوط به متغیر حکم قانون (RUF) است. در نهایت آنچه که مشخص است کیفیت حاکمیتی دولت‌ها قطعاً بر کاهش و افزایش ریسک بازارهای مالی تاثیر گذار است و اتخاذ تصمیمات آنها می‌تواند بر بازدهی و ارزش بازارهای مالی از جمله بازار سهام تاثیر گذار باشد. لذا به جهت حفظ ثبات و کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و افزایش بازدهی و حفظ ارزش سرمایه‌های مردم، بالا بردن کیفیت حاکمیت دولت می‌بایست مورد توجه سیاستگذاران قرار گیرد.

## مراجع

اسکویی، علی. کریم، ولی پور. طبقچی اکبری، لاله (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر عوامل نهادی بر توسعه بازار سرمایه؛ شواهدی از ایران و کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی، مجله مطالعات اقتصادی، سال دوم، شماره ۴، صص ۲۴-۱.



- نظیری، محمد. فرشادی، سمیرا. (۱۳۹۵)، ماریج تورمی قیمت-دستمزد در ایران، فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی، سال ۵، شماره ۱۷، صص ۱۶۹-۱۵۱.
- Ali Imran, Z. Ejaz, A. Spulbar, C. Birau, R. (2020), Measuring the impact of governance quality on stock market performance in developed countries, *ECONOMIC RESEARCH-EKONOMSKA, VOL. 33, NO. 1, Pp 3406-3426.*
- Boadi, I., Amegbe, H. (2017). The Link between Quality of Governance and Stock Market Performance: International Level Evidence, *European Journal of Government and Economics, 6, 78-101.*
- Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics, 72(1), 321-334.*
- Hooper, V., Sim, A. B, Uppal, A, (2009). Governance and stock market performance, *Economic Systems, 33, 93-116.*
- Keita, K., Leon, G., Lima, F. (2019). Do financial markets value quality of fiscal governance? (IMF Working Paper WP/19/218, p. 29). African Department, International Monetary Fund.
- Kauffman, D., Kraay, A., Mastruzzi, M. (2006). Governance matters V: Governance indicators 1996-2005, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team.
- Paresh Kumar, N., Susan Sunila, Sh and Kannan S. (2015). Can governance quality predict stock market returns? New global evidence, *Pacific-Basin Finance Journal, 35, 367-380.*
- اسمیت، آدام. (۱۷۷۶)، ثروت ملل، ترجمه سیروس ابراهیم زاده، (۱۳۵۷)، چاپ سوم، تهران؛ پیام.
- باقری، محمد (۱۳۸۹)، بررسی روابط و کوتاه‌مدت بلندمدت بین تولید ناخالص داخلی، مصرف انرژی و انتشار دی‌اکسیدکربن در ایران، فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی، سال هفتم، شماره ۲۷، صص ۱۲۹-۱۱۰.
- جانی، سیاوش. (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر سطوح مختلف نهادی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای حوزه سند چشم‌انداز، فصلنامه مجلس و راهبرد، دوره ۲۵، شماره ۹۳، صص ۳۴۴-۳۰۷.
- حسن زاده، علی. احمدیان، اعظم (۱۳۸۹)، اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی، فصلنامه پول و اقتصاد، شماره ۲، صص ۵۲-۳۱.
- خانعلی‌زاده، بهمن (۱۴۰۰)، تأثیر توسعه بازار بورس سرمایه و رشد اقتصادی بر فقر، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال ۱۱، شماره ۲۲، صص ۱۱-۲۵.
- کمیجانی، اکبر. سلاطین، پروانه (۱۳۸۷)، تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای منتخب OPEC و OECD، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال دوم، شماره دوم، صص ۲۴-۱.
- شفاق، فیروز. پاک مراد، عسگر. بادآور نهندی، یونس. (۱۳۹۹)، تأثیر مولفه‌های کیفیت نهادی بر متغیرهای بازار سهام (کشورهای اسلامی و غیر اسلامی منتخب، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال بیست و سوم، شماره هشتاد و پنج، صص ۱۶۶-۱۳۷).
- قادری، کاوه و قادری، سامان (۱۳۹۶). بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۷۰-۱۴۵.
- عباسی، ابراهیم. دهباشی، سعیده. (۱۳۸۹)، برآورد تابع تقاضای گاز طبیعی در بخش خانگی، مطالعه موردی استان سمنان، اقتصاد مالی، دوره ۴، شماره ۱۱.

Pesaran, M. H., Shin, Y. & R.J. Smith. 2001. "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship", *Journal of Applied Econometrics*, 16; pp. 289-326

Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. P. (1999). "Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels". *Journal of American Statistical Association*, 94, 621-634.