



اثر بخشی دولت، کیفیت قانون گذاری و عملکرد بازار سهام: رهیافت رگرسیون کوانتایل^۱

ضحی سواری^۲، محمدرضا رستمی^۳، میرفیض فلاح شمس^۴، جعفر جمالی^۵

تاریخ پذیرش 1402/02/17

تاریخ دریافت 1401/02/12

چکیده

بازارهای مالی نقش تاثیر گذاری در توسعه اقتصادی کشورها ایفا نموده و کشورهای پیشرفته اغلب بازارهای مالی پویاتر و قوی تری دارند. به دلیل اهمیت این بازار در فرایند توسعه اقتصادی، مطالعات متعددی به بررسی نقش بازارهای مالی در اقتصاد و عوامل تاثیر گذار بر عملکرد آن پرداخته اند. این مطالعات، اغلب تاثیر مثبت بازارهای مالی بر رشد اقتصادی کشورها را تایید نمودند. یکی از مهمترین قسمت بازارهای مالی، بازار سهام بوده و در اغلب کشورها، در کنار بخش بانکی، نقش موثری در تخصیص منابع مالی ایفا می کند. عوامل متعددی می تواند بر بازدهی بازار سهام موثر باشد. یکی از این موارد، اثر بخشی دولت، کیفیت قانون گذاری و حاکمیت قانون می باشد. از این رو، هدف پژوهش حاضر مطالعه نقش اثر بخشی دولت، کیفیت قانون گذاری و حاکمیت قانون بر بازدهی سهام در ایران و کشورهای منتخب در حال توسعه می باشد. بدین منظور، از داده های دوره زمانی 2000-2021 و روش رگرسیونی کوانتایل استفاده شده است. براساس نتایج برآورد مدل، در سطح 5 درصد، اثر بخشی دولت، کیفیت قانون و حاکمیت قانون بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت دارد. همچنین اثرات تورم، درآمد سرانه، نرخ ارز و رشد تولیدات صنعتی بر بازدهی بازار سهام مثبت بوده است. در مقابل، تاثیر قیمت نفت خام و نرخ بهره بازدهی بازار سهام منفی بوده و در سطح 5 درصد به لحاظ آماری صحیح نمی باشد.

واژگان کلیدی: حاکمیت قانون، کیفیت قانون گذاری، عملکرد بازار سهام، ایران، رگرسیون کوانتایل.

طبقه بندی موضوعی: G15, G18, G32, k40

1. DOI مقاله: 10.22051/JFM.2023.40276.2683
2. دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: Savari.zoha@gmail.com
3. استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه الزهرا، گروه مدیریت مالی و حسابداری و استاد مدعو واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: m.rostami@alzahra.ac.ir
4. دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، گروه مدیریت مالی و حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: fallahshams@gmail.com
5. استادیار، گروه مدیریت مالی و حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: jafar.jamali@gmail.com

مقدمه

ارتباط بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی در دهه‌های اخیر به‌عنوان یکی از محورهای اصلی در ادبیات توسعه مالی مطرح شده است. بر اساس این ادبیات، بخش مالی نقش اساسی در رشد و توسعه اقتصادی داشته و با ایفای نقش واسطه‌ای در تخصیص منابع به بخش‌های مختلف اقتصادی، به واسطه کاهش هزینه تامین مالی و افزایش پس‌اندازها و استفاده کارا از آن‌ها، سهم عمده‌ای در رشد بلندمدت اقتصادی دارد. در مطالعات تجربی صورت گرفته در این زمینه نیز اجماع کلی اقتصاددانان نشان می‌دهد که افزایش دسترسی به ابزارهای مالی و نهادهای مالی، هزینه اطلاعات و مبادلات را در اقتصاد کاهش می‌دهد و سبب رشد اقتصادی، افزایش سرمایه‌گذاری، بهبود اشتغال و در مجموع افزایش رفاه جامعه خواهد شد. از این رو، می‌توان بیان کرد که بازارهای مالی نقش کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. یکی از مهمترین بخش بازارهای مالی¹، بازار سرمایه بوده و از طریق تامین مالی بنگاه‌ها، تخصیص بهینه منابع، بهبود نقدشوندگی دارایی‌ها و افزایش شفافیت در اقتصاد، نقش اساسی در رشد اقتصادی دارد. زیرا برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار، ضروری است تا وجوه داخلی و سرمایه‌های بین‌المللی به سمت کسب و کارهای تولیدی پربازده هدایت گردند. این امر به واسطه وجود یک بازار سرمایه کارا امکان‌پذیر خواهد بود (فرمان آرا و همکاران، 1398). در صورت نبود بازار سرمایه در یک کشور و یا فعال نبودن آن، منابع مالی ناگزیر از کانال شبکه بانکی و یا بازارهای غیررسمی مبادله می‌گردند. این فرایند به جریان ناکارآمد تامین مالی فعالیت‌های اقتصادی منجر شده و مانع توسعه اقتصادی به ویژه در بخش صنعتی کشور می‌گردد. به عبارت دیگر، در صورت نبود رابطه منطقی بین بازار مالی و سایر بخش‌های اقتصاد، احتمال بروز اختلالات و نقصان در سازوکارهای اقتصادی وجود خواهد داشت. زیرا بازار سرمایه با جمع‌آوری منابع و تجمیع پس‌اندازها، بهینه کردن گردش منابع مالی و سوق دادن آن به سمت نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، نقش بسزایی در رشد اقتصادی کشورها ایفا می‌نماید. بر این اساس، برخی اقتصاددانان عقیده دارند که تفاوت کشورهای توسعه یافته و توسعه نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته آنها بلکه در وجود بازار سرمایه منسجم، پویا و گسترده است. بنابراین شناخت ویژگیهای بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به عنوان جزء اصلی بازار سرمایه و تعیین عوامل تاثیرگذار بر عملکرد و کارکرد آن اهمیت ویژه‌ای داشته و همواره مورد توجه بوده است.

همچنین بررسی عملکرد بازار سرمایه در ایران و تاثیر عوامل تاثیرگذار بر آن بیشتر حائز اهمیت است. زیرا تفاوت‌های آشکاری میان ساختار بازار مالی در ایران و کشورهای منتخب وجود دارد. در اقتصاد ایران، تامین مالی بنگاه‌ها و فعالیتهای تولیدی بیشتر از طریق سیستم بانکی صورت گرفته و نقش بازار سرمایه در آن کم اهمیت است. مشکلات تامین مالی از طریق سیستم بانکی و هزینه بالای آن در کنار پتانسیل بالای بازار سرمایه برای تامین مالی فعالیت‌های تولیدی و صنعتی، مطالعه عملکرد بازار سرمایه در ایران و بررسی عوامل تاثیرگذار بر آن را ضروری می‌سازد. لازم به ذکر است که بازار سرمایه ایران به‌عنوان بخشی تاثیرگذار

از بازار مالی در سال‌های گذشته کوشیده تا خود را به‌عنوان منبعی پایدار برای تامین مالی اقتصاد ملی به اثبات برساند. آمارها نشان می‌دهند که این کوشش‌ها به ارتقای جایگاه بازار سرمایه ایران انجامیده‌اند اما باوجود یافتن مسیر هنوز تا رسیدن به مقصد فاصله بسیاری وجود دارد.

به دلیل نقش و اهمیت بارز بازار سرمایه در اقتصاد، مطالعات زیادی برای تعیین عوامل موثر بر عملکرد بازارهای سهام انجام شده است. اغلب این مطالعات به نقش انکارناپذیر سیستم حقوقی و کیفیت حاکمیت بر عملکرد بازار سهام در کشورها تاکید دارند. لاپورتا و دیگران¹ در پژوهشهای متعدد، نظریه‌ها و قواعد حقوقی را بررسی نمودند که در کشورهای مختلف قابل اجرا بوده و تاثیر بسزایی بر عملکرد بازار سهام دارد. بر اساس نتایج این مطالعات، ناتوانی سیستم حقوقی در دفاع از حقوق سهامداران اغلب به سلب مالکیت مدیریتی و تضییع سود سهامداران منجر می‌شود. به طوری که کشورهایی مانند فرانسه که دارای قانون مدنی هستند، با تاکید بر قدرت دولت، از سرمایه‌گذاران حمایت کمتری داشته و بازارهای مالی آنها نیز کمتر توسعه یافته است. در مقابل، در کشورهایی با سیستم قانونی انگلیسی از حقوق سرمایه‌گذاران بهتر حمایت شده که این تاثیر مثبتی بر توسعه مالی² دارد. آگروال و همکاران (2002)³ نیز دریافتند که مدیران صندوق در کشورهایی با محیط قانونی ضعیف و استانداردهای حاکمیت شرکتی⁴ پایین، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند.

برای مطالعه عوامل تاثیرگذار نهادی و محیط قانونی، اغلب از شاخص حکمرانی جهانی⁵ استفاده می‌گردد. بانک جهانی (2022)⁶ حکمرانی را شامل سنت‌ها و نهادهایی می‌داند که با استفاده از آنها، قدرت به منظور مصلحت عمومی در سطح کشور اعمال می‌گردد (کافمن و همکاران، 2007)⁷. بانک جهانی (2022) حکمرانی خوب را براساس شش شاخص تعریف نموده است که عبارتند از: حق اظهارنظر و پاسخگویی، حاکمیت قانون، کیفیت قانون‌گذاری، اثربخشی دولت، ثبات سیاسی و عدم خشونت و کنترل فساد. در بین مولفه‌های شاخص حکمرانی خوب می‌توان مشاهده کرد که اغلب زیرشاخص‌های آن به ویژه زیرشاخص حاکمیت قانون⁸، کیفیت قانون‌گذاری و اثربخشی دولت می‌تواند تاثیر مستقیمی بر عملکرد بازار سهام داشته باشد (علی عمران و همکاران⁹، 2020). برای نمونه، حاکمیت قانون به واسطه ابزارهای متعدد قادر است بر عملکرد بازار سرمایه موثر باشد. کانال اول، حمایت از حقوق مالکیت و حسن اجرای قراردادهاست. زیرا قوی‌تر بودن حقوق مالکیت، تمایل افراد جامعه برای سرمایه‌گذاری را بالا خواهد برد. در این حالت، افراد نسبت به دریافت سود سرمایه‌گذاری خود در آینده اطمینان خواهند داشت. حسن اجرای قراردادها نیز با ایجاد اعتماد بیشتر در سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، سرعت سرمایه‌گذاری در بازارهای

1. Laporta et al

2. Financial Development

3. Aggarwal et al

4. Corporate Governance

5. World Governance Indicator

6. <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>

7. Kaufmann et al

8. Rule of law

9. Ali Imran et al

مالی را افزایش می‌دهد. زیرا در این صورت، احتمال تبعیت نکردن شریک تجاری افراد (که ممکن است دولت نیز باشد) از قراردادها پایین آمده و میزان ریسک سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد. علاوه بر این، قوانین و نهادهای خوب تمامی بازارها از جمله بازار سرمایه را تقویت می‌کنند. زیرا هر مبادله‌ای در بازار، چارچوب قانونی را می‌طلبد که حقوق مالکیت خریداران و فروشندگان را تضمین نماید. علاوه بر این، شیوه‌های اعمال قراردادها از جمله قوانین قابل پیش‌بینی و آشکار، شفافیت در روش‌ها و اجرای بی‌طرفانه قوانین نیز در گسترش بازارها نقش دارد (اسدزاده و جلیلی، 1393). علاوه بر این، در کنار عوامل نهادی، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازار سهام همواره مسئله‌ای مهم قلمداد شده است (فدایی نژاد و فراهانی، 1396). متغیرهای کلان اقتصادی منحصر به بنگاه یا صنعتی خاص نبوده و بر عملکرد کل بازار تأثیر دارد. این متغیرها شامل نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت جهانی نفت، شاخص تولیدات صنعتی و غیره می‌باشد (بدری و دولو، 1398). با این وجود، اثرات مولفه‌های حکمرانی نظیر اثربخشی دولت، حاکمیت قانون و کیفیت قانون‌گذاری بر عملکرد بازار سهام در ایران مطالعه نشده است. این امر شکاف پژوهش مطالعات انجام شده در حوزه عملکرد بازار سرمایه می‌باشد. از این رو، سئوالات اصلی پژوهش عبارتند از:

- اثربخشی دولت بر عملکرد بازار سهام چه تاثیری دارد؟
- تاثیر کیفیت قانون‌گذاری بر عملکرد بازار سهام چگونه است؟
- آیا حاکمیت قانون بر عملکرد بازار سهام تاثیرگذار است؟

پاسخ به این سؤال، نوآوری پژوهش حاضر بوده و در آن، ضمن مطالعه تاثیر متغیرهای اقتصادی بر عملکرد بازار سهام، اثرات متغیرهایی نظیر اثربخشی دولت، حاکمیت قانون و کیفیت قانون‌گذاری بر عملکرد بازار سهام نیز مطالعه شده است برای این امر، از داده‌ها و اطلاعات ایران و کشورهای درحال توسعه و کمتر توسعه یافته¹ در بازه زمانی 2000-2021 استفاده شده و مدل مدنظر پژوهش با استفاده از رگرسیون کوانتایل برآورد شده است. در این پژوهش، ابتدا مقدمه و بیان مسئله ارائه گردیده و سپس، مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش آورده شده است. در بخش روش پژوهش نیز مدل پژوهش بیان شده و ضمن تعریف متغیرهای آن، آزمون‌های مربوطه، جامعه آماری و نمونه آماری تشریح می‌گردد. در پایان پژوهش نیز، مدل مورد نظر پژوهش برآورد شده و نتایج آن تحلیل گردیده و نتیجه‌گیری و پیشنهادها پژوهش بیان می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

به اعتقاد اقتصاددانان مالی، نهادهای با کیفیت مطلوب و کارآمد در مدیریت ریسک بازارهای مالی نقش بسزایی دارند. در غیاب یک چارچوب قانونی و نظارتی، به دلیل عدم اطمینان سپرده‌گذاران، توانایی

1. کشورهای مورد مطالعه عبارتند از الجزایر، آنگولا، آرژانتین، ارمنستان، آذربایجان، بحرین، بنگلادش، بلاروس، برزیل، بلغارستان، شیلی، کلمبیا، مصر، گرجستان، غنا، هندوستان، اندونزی، ایران، عراق، اردن، قزاقستان، کویت، مالزی، مکزیک، مراکش، نیجریه، پرو، رومانی، روسیه، عربستان سعودی، آفریقای جنوبی، تونس، ترکیه، ترکمنستان، اوکراین، امارات متحده عربی، اروگوئه و ازبکستان.



بازارهای مالی برای جذب سرمایه به شدت تضعیف می‌گردد که این امر باعث خروج سرمایه از کشور و کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری داخلی می‌شود (لاو و آزمان ساینی، 2008)¹. شاخص‌های حکمرانی که کیفیت نهادها را نیز می‌سنجد، دامنه وسیعی از متغیرهای نهادی را شامل می‌شود که می‌توانند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم عملکرد بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار دهند. عدم وجود ثبات سیاسی به عنوان یکی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی منجر به کاهش اطمینان سرمایه‌گذار شده و نوسانات بازار به سمت پایین را بیشتر می‌کند. اثربخشی دولت و کیفیت قانون‌گذاری نیز بینشی عمیق در مورد اینکه دولت چگونه می‌تواند سیاست‌ها را تدوین و اجرا کند، فراهم می‌آورد. همه این موارد در کنار کیفیت قوانین مالی و تجاری و میزان التزام دولت به اجرای آن و همچنین میزان احترام به مالکیت خصوصی عواملی هستند که در قالب شاخص حکمرانی بررسی شده و بر عملکرد بازار سرمایه و کل اقتصاد تاثیرگذارند. همچنین در مطالعاتی که در سطح شرکتها انجام شده، تاثیر حاکمیت شرکتی در سطح شرکت بر عملکرد آن در ادبیات پژوهش کاملاً اثبات شده است. با این حال، مطالعات اندکی در زمینه تاثیر کیفیت حکمرانی در سطح کشور بر عملکرد بازار مالی صورت گرفته است. این در حالی است که نهادهای قانونی و حاکمیتی، تمامی قوانین قابل اجرا در کشور را تصویب و اجرا می‌کنند که شامل قوانین مالی، سرمایه‌گذاری و تجاری نیز می‌گردد. اغلب این قوانین بر سطح فعالیت و عملکرد شرکت‌ها و در سطوح کلی بر عملکرد بازارهای مالی و کل کشور تاثیرگذار خواهند بود. به عبارت دیگر، اجرای موثر و موفقیت‌آمیز شاخص‌های حاکمیت شرکتی، به شدت به پیاده سازی موفقیت‌آمیز شاخص‌های حکمرانی در سطح کشور مرتبط است. کشوری که تحت قوانین خاص اداره می‌شود و شاخص‌های حکمرانی آن توانایی تأثیرگذاری مستقیم بر عملکرد شرکت را دارد، عملکرد شرکت را تضعیف کرده و در نهایت به عملکرد بازار سهام لطمه می‌زند (عمران و همکاران، 2020). مهمترین مولفه‌های حکمرانی که می‌توانند بر عملکرد بازار سرمایه موثر باشند، عبارتند از:

اثربخشی دولت²

اثربخشی دولت یکی از شاخص‌های مهم حکمرانی بوده و مولفه‌هایی نظیر کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی یا کیفیت نظام اداری، صلاحیت و شایستگی کارگزاران و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی را شامل می‌گردد. به عبارت دیگر، اثربخشی دولت، کیفیت خدمات عمومی دولت برای مردم یک کشور را اندازه‌گیری و کیفیت وضع و اجرای قوانین و اعتبار و تعهدات دولت را ارزیابی می‌کند. براساس این شاخص، نمره ارزیابی کشورها از مثبت 2/5 تا منفی 2/5 برای کشورهای مختلف جهان و عملکرد دولت‌ها متغیر است. عدد مثبت نشان‌دهنده اثربخش بودن دولت و عدد منفی نشانه عدم اثربخشی دولت‌هاست. بانک جهانی در محاسبه وضعیت کشورها در اثربخشی دولت‌ها مجموعه شاخص‌های زیر را اندازه‌گیری می‌کند (گزارش شاخص حکمرانی جهانی بانک جهانی، 2022).

– سیاستگذاری به نفع کسب و کار



- کارآیی نهادهای دولت
- کیفیت کارکنان دولت
- توانایی دولت در اجرای برنامه‌ها
- استقلال استخدام و خدمات از فشارهای سیاسی
- کیفیت خدمات عمومی
- رضایت شهروندان از زندگی
- سرانه تولید ناخالص داخلی

کیفیت قانون‌گذاری^۱

کیفیت قانون‌گذاری به توانایی دولت برای تدوین و اجرای سیاست‌ها و مقررات صحیح که امکان ارتقای توسعه بخش خصوصی را فراهم می‌کند، اشاره دارد و به‌عنوان یکی از شاخص‌های حکمرانی خوب ارزیابی می‌گردد. یک سیستم قانون‌گذاری با عملکرد خوب سیستمی است که در آن پاسخگویی^۲، شفافیت^۳ و سازگاری^۴ در تعادل قرار دارند. پاسخگویی نیازمند آن است که سازمان‌های تنظیم مقررات پاسخگوی عواقب اعمال و اقدامات خود باشند، در چارچوب قدرت قانونی خود عمل کنند و فرایند رسیدگی صحیح و قانونی را در اتخاذ تصمیمات‌شان رعایت کنند. شفافیت به تصمیمات تنظیم مقرراتی که به اشخاص ذی‌نفع ارتباط دارد، مربوط می‌شود. سومین فرایندی که حقانیت تنظیم مقررات را فراهم می‌نماید، سازگاری است. تصمیمات قانون‌گذاری بی‌ثبات اعتماد عمومی را در یک سیستم نظارتی تضعیف می‌نماید. بی‌ثباتی با ایجاد فضای نااطمینانی برای سرمایه‌گذاران که افزایش هزینه سرمایه را در پی دارد، ممکن است به‌طور جدی تمایل به سرمایه‌گذاری را کاهش دهد (گزارش شاخص حکمرانی جهانی بانک جهانی، 2022).

از این رو، می‌توان بیان کرد که همواره تنظیم مقررات به خودی خود منجر به بهبود وضعیت اقتصادی و اجتماعی نمی‌گردد، بلکه نحوه تنظیم و کیفیت آن مقررات است که می‌تواند نقش بسیار موثرتری در بهبود رفاه اقتصادی و اجتماعی جامعه داشته باشد. به‌عبارت دیگر، یکی از ابزارهای اصلی مداخله دولت در اقتصاد قانون است. قانون‌گذاری دولت زمانی می‌تواند یک فرایند اصلاح نهادی تلقی گردد که سه ویژگی زیر را داشته باشد. شفاف‌سازی: بر این اساس اگر قانون جدید، حقوق مالکیت، اطلاعات، فرصت‌ها، هزینه‌ها، منافع و غیره را شفاف‌تر نماید، می‌توان انتظار داشت قانون مذکور منجر به یک اصلاح نهادی گردیده و کاهش هزینه‌های مبادله و افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را به ارمغان می‌آورد.

برابرسازی فرصت‌ها: اگر قانون جدید باعث تضعیف یا حذف رویه‌ها و سازوکارها و امتیازات، انحصارات و رانت‌های ناشی از آنها گردد، می‌توان از آن به‌عنوان یک اصلاح نهادی مفید نام برد که با کاهش هزینه‌های رانت‌جویانه می‌تواند منجر به افزایش سرمایه‌گذاری مولد در تمامی بخش‌های اقتصادی به‌ویژه در بازارهای مالی گردد.

1. Regulatory Quality
2. Accountability
3. Transparency
4. Consistency

به هنگام سازی نظام حقوقی: اگر قانون جدید منجر به شفاف نمودن حقوق مالکیت، افزایش سازمان‌دهی نظام حقوقی، آموزش و ارتقای سرمایه‌انسانی دستگاه‌های مرتبط با حقوق مالکیت باشد، یک اصلاح نهادی مفید تلقی می‌گردد که حاصل آن، کاهش شکاف نظام حقوقی با نظام تولیدی جامعه بوده و با جذب منابع و سرمایه‌های داخلی و خارجی، بسترهای لازم برای سرمایه‌گذاری‌های مولد در بخش‌های مختلف اقتصادی را فراهم می‌نماید (حیدری و علی‌نژاد، 1393).

حاکمیت قانون¹

این شاخص میزان اعتماد و پایبندی کارگزاران به قوانین جامعه و به ویژه کیفیت اجرای قرارداد، حقوق مالکیت، اعتماد به پلیس و دادگاه‌ها و همچنین احتمال جنایت و خشونت را نشان می‌دهد. حاکمیت قانون بیانگر این اصل است که هم دولت و هم شهروندان قانون را می‌شناسند و براساس آن فعالیت می‌کنند. این بدان معنی است که قانون برای همه، صرف نظر از موقعیت آنها اعمال می‌شود. برای اطمینان از اینکه همه عاملان اقتصادی و دولت، از قوانین مربوطه و حقوق خود اطلاع دارند، قوانین باید به راحتی قابل درک، قابل دسترسی و قابل اجرا باشند (گزارش شاخص حکمرانی جهانی بانک جهانی، 2022).

از این رو، یکی از مزایای استقرار حاکمیت قانون در محیط اقتصادی، قابلیت پیش‌بینی شرایط توسط شهروندان و فعالان اقتصادی و برنامه‌ریزی براساس پیش‌بینی‌های معقول است. در واقع، یکی از مهمترین دستاوردهای التزام به حاکمیت قانون، امکان پیش‌بینی و معقول بودن هزینه‌های مبادله برای شهروندان، به ویژه فعالان اقتصادی و سرمایه‌گذاران است. از دیگر پیامدهای اقتصادی مهم منتج از برقراری حاکمیت قانون، فراهم شدن زمینه برای رقابت برابر اقتصادی است. دیگر نتایج اقتصادی حاکمیت قانون نیز به تأثیر حاکمیت قانون بر اجرای مؤثر سیاست‌ها و ابزارهای نظارتی در فعالیتهای مالی دولت و بخش خصوصی و کاهش فساد مالی مربوط به آن است (اوزپولات و همکاران²، 2016). همچنین، پیامدهای اقتصادی حضور قانون و حاکمیت آن (از مجرای حقوق مالکیت) در سرمایه‌گذاری نیز قابل ارزیابی است. نظام قانونی مالکیت، از طریق کاهش هزینه معاملات و تسهیل گسترش اعتبارات، نقش مهمی در فرآیند توسعه اقتصادی بازی می‌کند. از این رو، بایستی نظام قانونی رسمی به گونه‌ای باشد که در آن حقوق مالکیت به نحوی شفاف تعریف شده، واقعی بوده و قابل انتفاع و قابل دفاع در محاکم قضایی باشد. زیرا ضعف حقوق مالکیت مانع از آن می‌شود که شرکت‌ها سود خود را مجدداً سرمایه‌گذاری کنند. لذا این امر، خود عامل مؤثری در تضعیف بازارهای مالی و عملکرد اقتصادی خواهد بود (رجب زاده مغانی و همکاران، 1396).

مولفه‌های حکمرانی و عملکرد بازار سهام

مطالعات انجام شده در سطح کلان اقتصاد نشان می‌دهد که نبود اعتماد بین سرمایه‌گذاران و فقدان چارچوب قانونی موثر، تجهیز منابع مالی در بازارهای مالی را کاهش می‌دهد. این امر تشکیل سرمایه و

1. Rule of Law
2. Ozpolat et al

سرمایه گذاری در کشور را کاهش می دهد. از این رو می توان گفت پایین بودن کیفیت نهادی، بازارهای مالی را تضعیف نموده و منجر به کاهش رشد اقتصادی خواهد شد (چینودا و کیوندا، 2019)!.

از دیدگاه های موجود در زمینه تاثیر کیفیت نهادی و حکمرانی بر بازارهای مالی می توان به نظریه قانون و مالی آلاپورتا و همکاران (1997) اشاره کرد. آنها به تفاوت های موجود بین سیستم قانونی انگلیس و فرانسه تاکید کرده و بیان کردند که این قوانین از طریق فتح کشورها، استعمارگری و یا تقلید در سراسر جهان پخش شدند. براساس این نظریه، تفاوت در حمایت قانونی از سرمایه گذاران و اعتباردهندگان و کیفیت اجرای قراردادهای، سطوح توسعه مالی متفاوت در بین کشورها را توضیح می دهد. این نظریه اشاره می کند سیستم قانونی انگلیسی حامی حقوق مالکیت خصوصی بوده و با افزایش سطح اطمینان، توانایی بخش خصوصی برای انجام مبادله بالا می برد که این اثر مثبت بر توسعه بازارهای دارد. در مقابل، در سیستم قانونی فرانسه بر قدرت دولت تاکید شده و توجه کمتری بر حقوق سرمایه گذاران فردی شده است. بدین جهت، دولت قوی، این توان و انگیزه را دارد که با منحرف نمودن جریان منابع اقتصاد از مسیر بهینه خود، از توسعه بازارهای مالی جلوگیری کند. آنها بیان کردند حمایت از سهامداران و وام دهندگان در کشورهایی با سیستم قانونی مبتنی بر قوانین انگلیسی بیشتر است. به بیان دیگر کشورهایی با سیستم قانون انگلیسی، سیستم های قانونی بهتری داشته و این امر منجر به پیشرفت بازارهای مالی و افزایش سرمایه گذاری در این کشورها شده است (علی و همکاران، 2016). بر این اساس نهادها را می توان به 4 بخش تقسیم بندی نمود؛

نهادهای حقوق مالکیت: این بخش نهادها شامل حاکمیت قانون، کیفیت اجرای قانون، قابلیت اجرای قرارداد، صلاحدید سیاسی و فرآیند تغییر مسئولان و مدیران اجرایی است. نهادهای حقوق مالکیت از طریق تحت تاثیر قراردادن تصمیمات عاملین اقتصادی در خصوص پس انداز و سرمایه گذاری و تمام تصمیمات مرتبط با نتایج قراردادهای دوجانبه بر عملکرد اقتصادی و بازار سهام تاثیر می گذارند.

نهادهای تنظیم کننده: این بخش نهادها محدوده ای است که سیاست گذاران و قانون گذاران می توانند پیگیری منافع گروهی باشند و حوزه ای که سیاست گذاران و اشخاص حقوقی مسئول پاسخگویی به عموم مردم در مفهوم عام آن و سهامداران در مفهوم خاص می باشند، را مشخص می کند. این نهادها از طریق شاخص های میزان فساد، فرار مالیاتی و کیفیت بروکراسی اندازه گیری می شوند. بر این اساس، هنجارها و مقررات از طریق افزایش کارایی، سیاست های عمومی و کاهش ریسک ناشی از رفتارهای غیرقانونی، سواری مجانی و رفتارهای رانت جویانه عاملین اقتصادی می توانند روی عملکرد بازار سهام تاثیرگذار باشند.

نهادهای تثبیت کننده اقتصاد کلان: این نهادها می توانند نوسانات اقتصاد کلان را از طریق کاهش ورود سیاست های اقتصاد کلان نامنظم و افزایش مقاومت اقتصاد در مقابل شوک های خارجی محدود و کاهش دهند. قدرت نهادهای تثبیت کننده از طریق شاخص هایی نظیر استقلال بانک مرکزی، شفاف و معتبر بودن فرآیند بودجه ریزی و مسئولیت پذیری تضمین شده از طریق قواعد و فرآیندهای شفاف قابل اندازه گیری است. نهادهای تثبیت کننده می توانند عملکرد اقتصادی بازار را از طریق کاهش دادن نااطمینانی تحت تاثیر قرار دهند.

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

پیشینه پژوهش

علی عمران و همکاران (2020) با استفاده از شاخص‌های سالانه بازار سهام و حکمرانی جهانی برای 25 کشور پیشرفته از سال 1996 تا 2018، به بررسی رابطه بین عملکرد بازار سهام و شاخص‌های حاکمیت در سطح کشور پرداخته است. برآورد اثر ثابت نشان می‌دهد که شاخص‌های عملکرد بازار سهام و حاکمیت رابطه مثبتی دارند. بر این اساس، کیفیت بالای حکمرانی با بازده بالاتر سهام همراه بوده و کیفیت نهادی شرط لازم برای توسعه مالی است که جهت کاهش هزینه‌های معامله و هزینه نمایندگی و در دسترس قرار دادن پروژه‌های سودآور، در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرد که متعاقباً به تقاضای بیشتر برای تأمین مالی سهام منجر می‌شود.

ندیچ و همکاران (2020) 1 در پژوهشی به تحلیل تجربی تأثیر سیاست‌های اصلاحات نهادی و کیفیت نهادی در رشد اقتصادی پنج کشور بالکان غربی (شامل صربستان، مونته‌نگرو، بوسنی و هرزگوین، مقدونیه شمالی و آلبانی) در دوره 2006-2016 پرداخته است. نتایج برآورد مدل با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه داده‌های تلفیقی نشان داد بیشترین عامل تأثیرگذار بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور اثربخشی دولت و متغیر کیفیت قانون‌گذار بوده است. شدت تأثیر متغیر کنترل فساد و حاکمیت قانون بر تولید ناخالص داخلی سرانه کمی ضعیف تر بوده اما بسیار بارز است.

چریف (2020)² در پژوهشی در مورد تأثیر محیط اقتصاد کلان و کیفیت نهادی بر توسعه بازار بورس 14 کشور منطقه منا در دوره زمانی 1990-2017 با استفاده از داده‌های ترکیبی و متغیرهای ابزاری به این نتیجه رسیدند که سطح درآمد، نرخ پس انداز، نقدینگی بازار سهام تأثیر مثبت و نرخ بهره تأثیر منفی بر توسعه بازار بورس دارند اما، شاخص کیفیت نهادی عامل محرکی برای سرمایه‌گذاری بورس در منطقه نیست.

اوزپولات و همکاران (2016) تأثیر نهادها بر رشد اقتصادی در دو گروه کشورهای پیشرفته و در حال توسعه از سال 2002 تا 2015 را با استفاده از GMM مطالعه نمودند. یافته‌های مطالعه نشان داد نهادها در کشورهای توسعه‌یافته برخلاف کشورهای در حال توسعه تأثیر کمتری بر رشد اقتصادی داشته و تأثیر نهادها بر رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه قابل توجه بوده است.

1. Nedic et al

2. Cherif

تایها و همکاران (2016)¹ در پژوهشی با بررسی عوامل تعیین کننده بخش توسعه مالی در 26 کشور توسعه یافته و در حال توسعه آسیا در دوره زمانی 1995-2011 و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی به این نتیجه رسیدند که حکمرانی بهتر و کیفیت نهادها موجب توسعه بخش مالی در اقتصادهای در حال توسعه می شود، در حالی که رشد اقتصادی و باز بودن تجاری عوامل تعیین کننده عمق مالی در اقتصادهای توسعه یافته هستند. نارایان و همکاران (2015)² برای 38 کشور که براساس ریسک شان توسط S&P رتبه بندی شده (از AAA تا BBB منفی) مطالعه ای را انجام داده است. نتایج مطالعه نشان داد که 10 کشور از 38 کشور با کیفیت حاکمیت ضعیف وجود دارد که بازده سهام را می توان به وسیله کیفیت حاکمیت کشور پیش بینی کرد. اما در کشورهای با وضعیت کیفیت حکمرانی قوی، هیچ مدرکی وجود ندارد که نشان دهد کیفیت حاکمیت کشور می تواند بازده سهام در آن کشور را پیش بینی کند.

تریپات و ست³ (2014) به بررسی عملکرد بازار سهام و متغیرهای کلان اقتصادی در بازار سهام پرداختند. عملکرد بازار سهام شامل شاخص کل بازار، ارزش جاری بازار سهام و حجم معاملات بازار سهام و متغیرهای کلان اقتصادی شامل نرخ بهره، نرخ تورم، نرخ ارز، عرضه پول، قیمت جهانی نفت و شاخص تولیدات صنعتی است. نتایج براساس تحلیل عاملی نشان می دهد سه متغیر نرخ تورم، نرخ بهره و نرخ ارز، مؤثر شناخته شده است. نرخ تورم با عملکرد بازار سهام ارتباط منفی دارد و در نهایت، رابطه بین نرخ بهره و عملکرد بازار سهام نیز منفی است.

بدری و دولو (1398) با استفاده از داده های ماهانه مهرماه 1377 تا شهریورماه 1393، به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی شامل نرخ ارز، نرخ بهره، نرخ تورم، عرضه پول، شاخص تولیدات صنعتی و قیمت جهانی نفت بر شاخص کل بازار سهام، ارزش جاری بازار سهام و حجم معاملات بازار سهام پرداختند. نتایج مطالعه نشان داد براساس تحلیل رگرسیون، نرخ ارز رسمی و غیررسمی، نرخ بهره و قیمت جهانی نفت رابطه مثبت با شاخص بازار سهام و نرخ ارز رسمی، شاخص تولیدات صنعتی و نرخ تورم رابطه مثبت و عرضه پول رابطه منفی با ارزش جاری بازار سهام دارد. همچنین، نرخ ارز رسمی، نرخ تورم و شاخص تولیدات صنعتی رابطه مثبت با حجم معاملات بازار سهام دارد.

جواهری و همکاران (1398) در دوره زمانی 2000-2019 و با استفاده از روش GMM_SYS به بررسی تأثیر کیفیت نهادها بر توسعه مالی در کشورهای در حال توسعه پرداختند. نتایج نشان داد که شاخص های حکمرانی خوب به جز حق اظهار نظر و پاسخگویی ارتباط مثبت و معنی داری با شاخص اعتبار دارند. همچنین، شاخص های کنترل فساد، اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات و حاکمیت قانون تأثیر مثبتی بر شاخص سرمایه گذاری در بازار سهام دارند.

کفیلی و پیشوا (1396) در دوره زمانی 2002-2013، با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته به بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته اند. آنها دریافتند که بالا

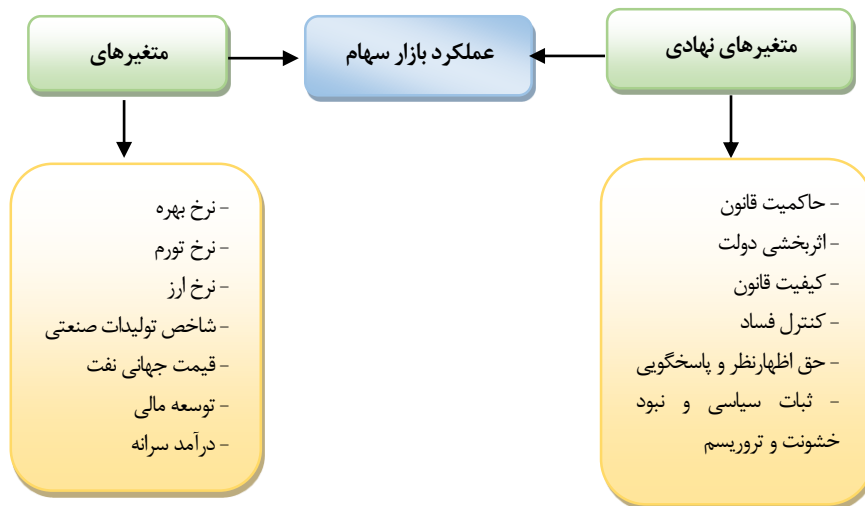
1. Thai-ha
 2. Narayan et al
 3. Tripathi and Seth



بودن کیفیت حکمرانی، تأثیر توسعه مالی (توسعه بخش بانکی و بازار مالی) بر رشد اقتصادی را تقویت می‌کند. علاوه بر این، تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی، زمانی که توسعه مالی با سیستم بانکی سنجیده می‌شود، بیشتر از حالتی است که توسعه مالی از کانال بازار مالی اندازه‌گیری می‌گردد.

خداپرست مشهدی و همکاران (1395) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت نهادی بر توسعه مالی کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی با استفاده از روش داده‌های ترکیبی در دوره زمانی 1996-2000 پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شاخص کنترل فساد و میانگین شاخص‌های حکمرانی تأثیری مثبت و معنی‌دار بر شاخص اعتبار دارند. همچنین شاخص اثربخشی دولت بر شاخص نقدینگی اثر مثبت و معنی‌داری دارد؛ لذا بهبود کیفیت نهادی برای ارتقاء توسعه مالی شرطی لازم و ضروری است.

اشرفی و همکاران (1393) در پژوهشی به شناسایی عوامل تأثیرگذار بر توسعه مالی کشورهای عضو اوپک در بازه زمانی 2000-2012 با استفاده از داده‌های ترکیبی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد صادرات نفت، شاخص‌های حکمرانی خوب، نیروی کار و تولید ناخالص داخلی اثری مثبت و معنی‌دار بر توسعه مالی دارند، اما نرخ تورم تأثیری منفی و معنی‌دار بر توسعه مالی دارد. از این رو، براساس مطالعات انجام شده در پیشینه پژوهش، عوامل تأثیرگذار بر عملکرد بازار سهام را می‌توان در قالب مدل مفهومی نمودار 1 ارائه نمود.



نمودار 1. مولفه‌های تأثیرگذار بر عملکرد بازار سهام

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نمودار 1، در این پژوهش برخلاف مطالعات پیشین، تاثیر متغیرهای نهادی مهم نظیر اثربخشی دولت و حاکمیت قانون در کنار متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازار سهام، بصورت همزمان مطالعه شده است. زیرا بایستی تا جای ممکن، تمامی عوامل موثر بر متغیر وابسته شناسایی و در داخل مدل گنجانده شود. از این رو، پژوهش حاضر کوشیده است تا در کنار متغیرهای اقتصادی موثر بر عملکرد بازار سهام، تاثیر متغیرهای نهادی نظیر اثربخشی دولت و حاکمیت قانون را نیز مطالعه کند.

روش پژوهش

در این پژوهش، بر اساس مطالعات ارائه شده در بخش پیشینه پژوهش، عوامل موثر بر عملکرد بازار سرمایه به ویژه بازار سهام به دو بخش عوامل اقتصادی شامل نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز، رشد تولیدات صنعتی و غیره و عوامل نهادی شامل اثربخشی دولت، کیفیت قانون گذاری و حاکمیت قانون تقسیم شده است (ماتادین، 2017، بدری و دولو، 1398). در این مطالعات، تنها تاثیر عوامل اقتصادی یا نهادی موثر بر عملکرد بازار سهام بررسی شده و به صورت همزمان، تاثیر مولفه های اثربخشی دولت، کیفیت قانون و حاکمیت قانون در کنار متغیرهای اقتصادی بر عملکرد بازار سهام مطالعه نشده است. این امر به حذف متغیر مهم از مدل پژوهش انجامیده و به تورش ناشی از حذف متغیر مهم منجر می گردد. از این رو در این پژوهش، مدل (1) برای بررسی تاثیر اثربخشی دولت، کیفیت قانون گذاری و حاکمیت قانون بر عملکرد بازار سرمایه در ایران و کشورهای در حال توسعه¹ ارائه می گردد.

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 GE_{it}(3) + \beta_2 RULE_{it}(4) + \beta_3 RQ_{it}(5) + \beta_4 PGDP_{it}(6) + \beta_5 OIL_{it}(7) + \beta_6 INF_{it}(8) + \beta_7 R_{it}(9) + R_8 IND_{it}(10) + \beta_9 EXCH_{it}(11) + u_{it}(12)$$

که در آن RET_{it} متغیر وابسته (توضیحی) مدل بوده و بیانگر عایدی و بازدهی بازار سهام کشور t می باشد. برای اندازه گیری این متغیر، از نرخ رشد سالانه شاخص کل بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه استفاده می گردد. متغیر مستقل مدل نیز شامل GE_{it} ³ اثربخشی دولت، RQ_{it} ⁴ کیفیت قانون گذاری و $RULE_{it}$ ⁵ حاکمیت قانون می باشد. متغیرهای اثربخشی، کیفیت قانون گذاری و حاکمیت

1. کشورهای مذکور بر اساس معیار صندوق بین المللی پول، کشورهای در حال توسعه می باشند.

2. Return
3. Government Effectiveness
4. Regulatory Quality
5. Rule of Law



قانون نیز برای تمامی کشورها از وبسایت شاخص حکمرانی جهانی قابل استخراج است.¹ متغیرهای اقتصادی تاثیرگذار بر عملکرد بازار سهام نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل لحاظ شده و عبارتند از متغیر² $PGDP_{it}$ تولید ناخالص داخلی سرانه (تقسیم تولید ناخالص داخلی بر جمعیت)، INF_{it} ³ نرخ تورم (براساس شاخص قیمتی مصرف کننده)، R_{it} نرخ بهره، $EXCH_{it}$ ⁴ نرخ ارز (نرخ ارز بازار آزاد)، IND_{it} ⁵ نرخ رشد تولیدات صنعتی و OIL_{it} ⁶ قیمت نفت خام. در این پژوهش، فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:

اثربخشی دولت بر عملکرد بازار سهام تاثیر مثبت و معنی دار دارد.

تاثیر کیفیت قانون گذاری بر عملکرد بازار سهام مثبت و معنی دار است.

حاکمیت قانون بر عملکرد بازار سهام تاثیر مثبت و معنی دار دارد.

برای بررسی این فرضیه‌ها، داده‌ها و اطلاعات متغیرهای تولید ناخالص داخلی سرانه، نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ ارز، نرخ رشد تولیدات صنعتی، قیمت نفت خام و بازدهی بازار سهام از پایگاه اطلاعاتی بانک جهانی⁷ استخراج شده و اطلاعات مربوط به اثربخشی دولت، کیفیت قانون و حاکمیت قانون نیز از پایگاه اطلاعاتی شاخص حکمرانی جهانی⁸ WGI قابل استخراج است. جامعه آماری این پژوهش تمامی کشورهایی هستند که داده‌ها و اطلاعات آنها در بانک جهانی موجود است. از بین این کشورها، ایران، کشورهای منتخب در حال توسعه و کمتر توسعه یافته به عنوان نمونه انتخاب شده و داده‌ها و اطلاعات آنها در بازه زمانی 2000-2021 استخراج می‌گردد. کشورهای مورد مطالعه عبارتند از الجزایر، آنگولا، آرژانتین، ارمنستان، آذربایجان، بحرین، بنگلادش، بلاروس، برزیل، بلغارستان، شیلی، کلمبیا، مصر، گرجستان، غنا، هندوستان، اندونزی، ایران، عراق، اردن، قزاقستان، کویت، مالزی، مکزیک، مراکش، نیجریه، پرو، رومانی، روسیه، عربستان سعودی، آفریقای جنوبی، تونس، ترکیه، ترکمنستان، اوکراین، امارات متحده عربی، اروگوئه و ازبکستان.

در این پژوهش، برای برآورد مدل پژوهش از روش رگرسیون کوانتایل استفاده می‌گردد. روشهای رگرسیون کوانتایل در مقایسه با رگرسیون معمولی عملکرد بهتری داشته و در مواردی که جملات اخلاص رگرسیون توزیع نرمال نداشته و یا داده‌های پرت داشته باشیم، قوی تر عمل می‌کند. لازم به ذکر است که در مطالعات ارائه شده در بخش پیشینه پژوهش، نرمال بودن یا نبودن توزیع جملات اخلاص رگرسیون

-
1. Worldwide Governance Indicator
 2. Per capita GDP
 3. Inflation
 4. Interest Rate
 5. Industrial Production Growth Rate
 6. Crude Oil price
 7. WDI Data Catalog
 8. Worldwide Governance Indicators (WGI)

بررسی نشده است. اما در این مطالعه، نتایج برآورد اولیه مدل نشان می‌دهد که خطاهای رگرسیون نرمال نیستند. از این رو بهتر است تا از روش رگرسیونی کوانتایل برای برآورد استفاده گردد.

یافته‌های تجربی پژوهش

قبل از برآورد مدل، برای اجتناب از تخمین رگرسیون کاذب (ساختگی)، از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته¹ فیشر استفاده می‌گردد. نتایج این آزمون نشان می‌دهد تمامی متغیرهای مدل در سطح متغیرها مانا می‌باشند. به عبارت دیگر، متغیرهای مدل ریشه واحد نداشته و انباشته از مرتبه صفر می‌باشند. از این رو، با توجه به مقدار آماره دیکی فولر، بدون نگرانی از جعلی بودن رگرسیون برآوردی، می‌توان مدل پیشنهادی را تخمین و نتایج آن را تحلیل کرد.

جدول 1. نتایج آزمون ریشه واحد

نتیجه	Prob	سطح متغیر	متغیر
I(0)	0/03*	47/3	RET بازدهی بازار سهام
I(0)	0/05*	39/5	GE اثربخشی دولت
I(0)	0/00*	53/1	RQ کیفیت قانون‌گذاری
I(0)	0/04*	42/5	RULE حاکمیت قانون
I(0)	0/00*	56/3	PGDP باز بودن تجاری
I(0)	0/00*	60/8	INF نرخ تورم
I(0)	0/04*	42/1	OIL قیمت نفت خام
I(0)	0/03*	44/9	R نرخ بهره
I(0)	0/00*	58/4	IND نرخ رشد تولیدات صنعتی
I(0)	0/01*	50/7	EXCH نرخ ارز

منبع: محاسبات پژوهش

*: نشان دهنده مانا بودن متغیرها در سطح تفاضل مرتبه اول می‌باشد

جدول 2. نتایج برآورد مدل (متغیر وابسته: نرخ بازدهی بازار سهام)

τ	0/1	0/2	0/3	0/4	0/5	0/6	0/7	0/8	0/9
C	0/43 (1/52)	0/32 (1/28)	0/27 (1/34)	0/29 (1/27)	0/25 (1/55)	0/22 (1/30)	0/30 (1/62)	0/24 (1/73)	0/22 (1/25)
GE	0/24 *(2/21)	0/27 *(2/29)	0/22 *(2/31)	0/24 *(2/35)	0/26 *(2/02)	0/27 *(2/17)	0/28 *(1/98)	0/24 *(2/25)	0/20 *(2/4)
RQ	0/17 *(2/17)	0/16 *(2/15)	0/17 *(2/1)	0/19 (1/99) *	0/20 *(2/01)	0/22 *(2/12)	0/23 *(2/05)	0/27 *(2/16)	0/31 *(2/3)
RULE	0/26 *(1/98)	0/24 *(2/4)	0/26 *(2/18)	0/25 *(2/47)	0/24 *(2/28)	0/21 *(2/32)	0/20 *(2/67)	0/19 *(2/07)	0/17 *(2/13)
PGDP	0/16 *(2/1)	0/14 *(1/97)	0/15 *(2/18)	0/135 *(2/08)	0/14 *(2/08)	0/13 *(2/24)	0/15 *(2/31)	0/17 *(2/18)	0/16 *(2/27)
INF	0/11 *(2/03)	0/10 *(2/16)	0/12 *(2/12)	0/15 *(2/11)	0/14 *(1/98)	0/127 *(2/09)	0/13 *(2/27)	0/15 *(2/2)	0/142 *(2/5)
R	-0/18 *(-3/1) *	-0/17 -3/08 *	-0/175 *(-3/4) *	-0/135 *(-2/8) *	-0/13 *(-2/9) *	-0/124 -3/05 *	-0/129 *(-3/2) *	-0/14 *(-3/3) *	-0/13 *(-2/8) *
EXCH	0/10 (2/05)*	0/094 *(2/15)	0/091 *(2/27)	0/105 *(2/16)	0/103 *(2/08)	0/11 *(2/32)	0/12 *(2/41)	0/109 *(2/16)	0/097 *(2/2)
OIL	-0/18 *(-2/4) *	-0/195 -2/08 *	-0/20 *(-2/4) *	-0/21 *(-2/2) *	-0/215 *(-2/5) *	-0/23 *(-2/8) *	-0/19 *(-3/0) *	-0/185 *(-3/1) *	-0/198 *(-2/7) *
IND	0/106 *(2/18)	0/114 *(2/36)	0/136 *(2/18)	0/124 *(2/29)	0/14 *(2/34)	0/11 *(2/17)	0/10 *(2/04)	0/11 *(2/13)	0/13 *(2/5)
R2	0/71	0/73	0/72	0/74	0/75	0/76	0/78	0/73	0/74
آزمون برابر بودن شیب	42/5 (0/00)	40/7 (0/00)	39/3 (0/00)	40/3 (0/00)	42/8 (0/00)	45/5 (0/00)	40/7 (0/00)	35/2 (0/02)	33/9 (0/03)
آزمون متقارن بودن کوانتیل ها	37/5 (0/01)	32/1 (0/03)	38/4 (0/00)	35/2 (0/02)	44/8 (0/00)	41 (0/00)	37/5 (0/01)	37/3 (0/01)	41/4 (0/00)

منبع: محاسبات پژوهش

*: اعداد داخل پرانتز مقدار آماره t بوده و معنی دار بودن ضرایب در سطح معنی داری 5 درصد را نشان می دهد

بر اساس نتایج برآورد مدل و در سطح معنی داری 5 درصد، در تمامی کوانتیل های مورد مطالعه، متغیر اثربخشی دولت تاثیر مثبت و معنی دار بر بازدهی بازار سهام دارد. اثربخشی دولت این اطمینان را به فعالان بازار سهام می دهد که دولت با اجرای سیاست های مالی حرکت اقتصاد را در یک روند بلندمدت حفظ نموده و احتمال وقوع نوسانات اقتصادی شامل رکود و رونق را کاهش دهد. به عبارت دیگر اثر بخشی دولت می تواند نوسانات اقتصادی تاثیرگذار بر بازار سهام را کاهش دهد. این امر نقش مهمی در تشکیل افق سرمایه گذاری و تصمیم آنها به ورود و فعالیت به بازار سهام ایفا نموده و بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت دارد. در

کوانتیل‌های مورد مطالعه، متغیرهای کیفیت قانون و حاکمیت قانون نیز بر بازده بازار سهام تاثیر مثبت و معنی دار دارند. به طوری که افزایش کیفیت قانون و حاکمیت قانون در بازه زمانی مورد مطالعه و در کشورهای در حال توسعه منتخب باعث افزایش بازدهی بازار سهام شده است. بالا بودن کیفیت قانون به ویژه در بخش اقتصادی و مالی، ضمن بالا بردن اعتماد و ایجاد اطمینان در فضای کسب و کار و بازار، قوانین تجاری و کسب و کار را شفاف‌تر نموده و تحلیل و استفاده از آن را راحت تر می‌کند. همچنین، برداشتهای مختلف از یک قانون واحد را حداقل می‌کند. از این رو سرمایه‌گذاران فضای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را مناسب ارزیابی نموده و حجم سرمایه‌گذاری خود در بازار بورس را افزایش می‌دهند. این امر نیز به نوبه خود منجر به افزایش در شاخص بازار بورس شده و بازدهی شاخص بازار را افزایش می‌دهد. حاکمیت قانون نیز به سرمایه‌گذاران این اطمینان را می‌دهد که فعالیت شرکت‌های فعال در بازار بورس در چارچوب قانون مربوطه بوده و شرکت‌ها به دلیل حاکمیت قانون تمایلی به تخطی از چارچوب قانونی را ندارند. این امر فضای سرمایه‌گذاری در بازار سهام را امن‌تر و جذاب‌تر نموده و تاثیر مثبت بر شاخص بازار و بازدهی آن دارد. همچنین، تاثیر درآمد سرانه بر عملکرد بازار سهام مثبت بوده و در سطح معنی‌داری 5 درصد، به لحاظ آماری معنی دار است. زیرا افزایش درآمد سرانه بیانگر رشد اقتصادی و بسط و گسترش فعالیت‌های اقتصادی بوده و این امر بر عملکرد بازارهای مالی و بازار سهام تاثیر مثبت دارد.

بر اساس نتایج برآورد مدل و در تمامی کوانتیل‌ها، تاثیر تورم بر بازدهی بازار سهام نیز مثبت و معنی دار است. به طوری که با افزایش تورم بازدهی بازار سهام نیز افزایش می‌یابد. دلیل این امر این است که با افزایش تورم، سود اسمی و گزارشات سود شرکت‌ها در صورت‌های مالی از تورم متاثر شده و بیشتر خواهد بود. بیشتر بودن سود شرکت‌ها نیز تمایل سرمایه‌گذاران و افراد برای ورود و سرمایه‌گذاری در بازار بورس را افزایش داده و بر شاخص کل بازار و بازدهی آن تاثیر مثبت دارد. همچنین تاثیر قیمت نفت خام بر بازده سهام منفی و معنی دار می‌باشد. زیرا انرژی به عنوان یکی از نهاده‌های مهم تولید تلقی شده و افزایش قیمت آن، هزینه تولید شرکت‌ها، به ویژه صنایعی که انرژی بر هستند را افزایش داده و بر سود شرکت‌های مذکور تاثیر منفی می‌گذارد. این امر جذابیت شرکت‌های مذکور برای سرمایه‌گذاری را کاهش داده و تاثیر منفی بر حجم معاملات، شاخص بازار سهام و بازده آن خواهد داشت. نرخ بهره نیز تاثیر منفی و معنی دار بر بازدهی بازار سهام دارد. زیرا نرخ بهره به عنوان بازده سپرده گذاری در بانک، رقیب مهمی برای بازدهی بازار بورس تلقی شده و هر اندازه نرخ بهره بیشتر باشد، افراد تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در بانک خواهند داشت. زیرا ریسک سرمایه‌گذاری در بانک در مقایسه با ابزارهای مالی بازار سهام کمتر بوده و حجم بیشتری از افراد ریسک‌گریز با بالا رفتن نرخ بهره تمایلی به سرمایه‌گذاری در بازار بورس نخواهند داشت. از این رو، این امر تاثیر منفی بر شاخص بازار سهام و بازدهی آن دارد.

در رگرسیون‌های برآوردی و برای تمامی کوانتیل‌ها، تاثیر نرخ رشد تولیدات صنعتی بر بازدهی بازار سهام مثبت و معنی دار بوده است. زیرا بالا بودن نرخ رشد تولیدات صنعتی، بیانگر بالا بودن حجم تولید و فعالیت شرکت‌های صنعتی فعال در بازار سهام بوده و این امر تاثیر مثبت بر بازدهی این شرکت‌ها و در کل بازدهی بازار سهام خواهد داشت. زیرا در اغلب کشورها، شرکت‌های صنعتی جزو شرکت‌های کلیدی فعال در



بازار سهام تلقی می‌گردند. در سطح معنی‌داری 5 درصد، تاثیر نرخ ارز بر بازدهی بازار سهام مثبت و معنی‌دار بوده است. زیرا بالا بودن نرخ ارز، محصولات و تولیدات داخلی را برای خارجی‌ان ارزان‌تر نموده و این امر صادرات شرکت‌های صادرات محور از قبیل شرکت‌های پتروشیمی، پالایشگاهی، ماشین‌آلات و مواد غذایی را افزایش داده و بر بازدهی و سود شرکت‌های مذکور تاثیر مثبت دارد. این امر به نوبه خود بر شاخص بازار سهام و بازدهی آن تاثیر مثبت خواهد داشت. برای ارزیابی کلی رگرسیون‌های برآوردی نیز می‌توان بیان کرد که ضریب تعیین رگرسیون برآوردی برای کوانتیل‌های مختلف بین 0/71 تا 0/78 متغیر می‌باشد. همچنین براساس نتایج آزمون برابری ضرایب شیب، می‌توان در سطح معنی‌داری 5 درصد فرضیه صفر این آزمون مبنی بر برابر بودن ضرایب شیب در بین کوانتیل‌ها را رد کرد. به عبارت دیگر ضرایب شیب بین کوانتیل‌ها با هم برابر نیستند. همچنین، براساس نتایج آزمون تقارن، در سطح معنی‌داری 5 درصد، فرضیه صفر متقارن بودن ضرایب در رگرسیون کوانتیل رد می‌شود. زیرا Prob این آزمون کوچکتر از 0/05 می‌باشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

به دلیل اهمیت بازار سهام، مطالعات متعددی به بررسی نقش بازار سهام در اقتصاد و تعیین عوامل تاثیرگذار بر عملکرد آن پرداخته است. همچنین در دو دهه اخیر، نقش نهادها و سیستم قانون‌گذاری و حاکمیتی بر بازدهی بازار سهام مورد توجه بوده است. از این رو، در این پژوهش، نقش اثربخشی دولت، حاکمیت قانون و کیفیت قانون به عنوان متغیرهای نهادی بر بازدهی بازار سهام در ایران و کشورهای منتخب در حال توسعه در بازه زمانی 2000-2021 مطالعه شده است. برای این امر از روش رگرسیونی کوانتایل و نرم افزار ایویوز 11 استفاده شده است.

بررسی و آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که اثربخشی دولت بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد. زیرا بالا بودن اثربخشی دولت، به معنای کارابودن نهادهای دولتی، سیاست‌گذاری بیشتر دولت به نفع کسب و کارها و توانمند بودن دولت در اجرای برنامه‌های اقتصادی و اجتماعی است. این امر منجر به توسعه فعالیت‌های اقتصادی و افزایش تولید ناخالص داخلی سرانه در اقتصاد گردیده و بر بازدهی و عملکرد بازار سهام تاثیر مثبت دارد. به عبارت دیگر با وقوع رونق و گسترش فعالیت‌های اقتصادی، سودآوری شرکت‌های فعال در بازار سهام بیشتر شده و جذابیت سرمایه‌گذاری در آن برای افراد بیشتر می‌گردد. همچنین افزایش تولید ناخالص داخلی سرانه نیز درآمد افراد را افزایش داده و تقاضای آنها برای خرید سهام را بالا می‌برد. هر دوی این عامل باعث می‌شوند تا نقدینگی بیشتری وارد بازار سهام شده و به دنبال آن با رشد شاخص بازار، بازدهی بازار سهام نیز افزایش یابد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید می‌گردد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز نشان می‌دهد، کیفیت قانون‌گذاری که به توانایی دولت برای تدوین و اجرای سیاست‌ها و مقررات صحیح در راستای توسعه بخش خصوصی اشاره دارد، بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد. زیرا بالا بودن کیفیت قانون‌گذاری، ضمن بالا بردن اعتماد عمومی به دولت و سیستم نظارتی، با ایجاد فضای اطمینان برای سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه سرمایه، تمایلات به

سرمایه گذاری در بازار سهام را افزایش می دهد. به عبارت دیگر، بالا بودن کیفیت قانون به ویژه در بخش اقتصادی و مالی، ضمن بالا بردن اعتماد و ایجاد اطمینان در فضای کسب و کار، قوانین تجاری و مالی را شفاف تر نموده و تحلیل و استفاده از آن را راحت تر می کند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز تایید می گردد. همچنین بررسی فرضیه سوم بیانگر این است که تاثیر حاکمیت قانون بر بازدهی بازار سرمایه مثبت و معنی دار بوده است. زیرا حاکمیت قانون بیانگر این است که هم دولت و هم شهروندان به قانون آشنا بوده و براساس آن فعالیت می کنند. این بدان معنی است که قانون برای همه، صرف نظر از موقعیت آنها اعمال شده و قوانین به راحتی قابل درک، قابل دسترسی و قابل اجرا می باشند. به عبارت دیگر، استقرار حاکمیت قانون در محیط اقتصادی، قابلیت پیش بینی شرایط توسط شهروندان و فعالان اقتصادی را افزایش داده و التزام به حاکمیت قانون، امکان پیش بینی و معقول بودن هزینه های مبادله برای شهروندان، به ویژه فعالان اقتصادی و سرمایه گذاران را فراهم می کند. همچنین برقراری حاکمیت قانون، منجر به اعمال مؤثر سیاست ها و ابزارهای نظارتی و کنترلی در امور مالی دولت و بخش خصوصی و کاهش فساد مالی مربوطه می باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش نیز پذیرفته می شود. این نتایج با یافته های مطالعه علی عمران و همکاران (2020)، تای ها و همکاران (2016) و جواهری و همکاران (1398) مشابه بوده ولی با یافته های مطالعه چریف (2020) متفاوت می باشد.

همچنین، در تمامی کوانتیل ها، تاثیر تورم بر بازدهی بازار سهام مثبت و معنی دار است. این یافته ها با نتایج مطالعه اشرفی و همکاران (1393)، بدری و دولو (1398) و تریپات و ست (2014) مشابه می باشد. زیرا با افزایش تورم، ارزش اسمی سود در گزارشات ماهانه و سالانه و در گزارشات پیش بینی سود آنها بیشتر خواهد بود. این امر تمایل سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در بازار بورس را افزایش داده و بر شاخص کل بازار و بازدهی آن تاثیر مثبت دارد. تاثیر قیمت نفت خام بر بازده سهام منفی و معنی دار می باشد. زیرا افزایش قیمت انرژی، هزینه شرکت ها، به ویژه صنایعی انرژی بر را افزایش داده و بر سود شرکت های مذکور تاثیر منفی خواهد داشت. این امر جذابیت شرکت های مذکور برای سرمایه گذاری را کاهش داده و تاثیر منفی بر شاخص بازار سهام و بازده آن دارد. این یافته ها با نتایج مطالعه تریپات و ست (2014) مطابقت دارد. نرخ بهره نیز تاثیر منفی و معنی دار بر بازدهی بازار سهام دارد. زیرا نرخ بهره به عنوان هزینه فرصت سرمایه گذاری در بازار بورس مطرح شده و هر اندازه مقدار آن بیشتر باشد، افراد جامعه که عمدتاً ریسک گریز هستند، سپرده گذاری در بانک را بر سرمایه گذاری در بازار بورس ترجیح می دهند. این امر تاثیر منفی بر شاخص بازار سهام و بازدهی آن دارد. این یافته ها نیز با نتایج پژوهش چریف (2020) و تریپات و ست (2014) مشابه می باشد. همچنین، در سطح معنی داری 5 درصد، تاثیر نرخ رشد تولیدات صنعتی بر بازدهی بازار سهام مثبت و معنی دار بوده است. زیرا بالا بودن نرخ رشد تولیدات صنعتی، بیانگر بالا بودن حجم تولید و فعالیت شرکت های صنعتی فعال در بازار سهام بوده و این امر تاثیر مثبت بر بازدهی این شرکت ها و در کل بازدهی بازار سهام خواهد داشت. زیرا در اغلب کشورها، شرکت های صنعتی جزو شرکت های کلیدی فعال در بازار سهام تلقی می گردند. نتایج این مطالعه با یافته های مطالعه بدری و دولو (1398) مشابه است. در سطح معنی داری 5 درصد، تاثیر نرخ ارز بر بازدهی بازار سهام مثبت و معنی دار بوده است. زیرا بالا بودن

نرخ ارز، صادرات شرکت‌های صادرات محور از قبیل شرکت‌های پتروشیمی، پالایشگاهی، ماشین آلات و مواد غذایی را افزایش داده و بر بازدهی و سود شرکت‌های مذکور تاثیر مثبت دارد. این امر به نوبه خود بر شاخص بازار سهام و بازدهی آن تاثیر مثبت خواهد داشت.

با توجه به تاثیر مثبت متغیر اثربخشی دولت بر بازدهی بازار سهام در ایران و کشورهای منتخب پیشنهاد می‌گردد که دولت با بهبود کیفیت خدمات عمومی، تسهیل انجام کسب و کار و اجرای سیاست‌های اقتصادی در راستای منافع کسب و کار و قاطعیت در اجرای برنامه‌های اقتصادی و اجتماعی، شاخص اثر بخشی دولت را افزایش داده و به دنبال آن تاثیر مثبت بر عملکرد بازار سهام داشته باشد. همچنین با توجه به تاثیر مثبت کیفیت قوانین بر بازدهی بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه، پیشنهاد می‌شود که سیستم قانون‌گذاری کشورها در تصویب قوانین و مقررات دو بحث مهم شفافیت قوانین و اعتماد عمومی را مدنظر قرار داده و از ایجاد بی‌ثباتی در حوزه قوانین مالی و سرمایه‌گذاری پرهیز کنند. علاوه بر این، سازمان‌های تنظیم‌کننده مقررات و قوانین بایستی پاسخگوی عواقب اعمال و اقدامات خود باشند و در چارچوب قدرت قانونی خود عمل کنند. بدین ترتیب کیفیت قوانین در کشور افزایش پیدا کرده و بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت خواهد داشت.

حاکمیت قانون نیز به‌عنوان یکی دیگر از مولفه‌های حکمرانی، تاثیر مثبت بر بازدهی بازار سهام داشته است. از این رو پیشنهاد می‌گردد که دولت و سیستم قضایی با محترم شمردن حقوق مالکیت و بخش خصوصی، بالا بردن اعتماد مردم به پلیس و دادگاه‌ها و همچنین تضمین اجرای قراردادها در فعالیتهای اقتصادی بین فعالان بخش خصوصی و تعاملات آنها با دولت، شاخص حاکمیت قانون در جامعه را افزایش داده و از این طریق بر بازدهی بازار سهام تاثیر مثبت داشته باشد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



References

- Aibaghi Esfahani, S., Adabi Firouzjai, S., Ameri, M., & Fattahi, M. (2017). "Financial and institutional development and their relationship with Iran's economic growth". *New attitudes in human geography (human geography)*. 10(4). 27-40. (In Persian)
- Fadayi Nejad, E., & Farahani, R. (2016). "The effects of macroeconomic variables on the total index of Tehran Stock Exchange." *Financial Economics*. 11(39). 1-26. (In Persian)
- Asadzadeh, A., & Jalili, Z. "Institutional quality and economic growth; Democracy or the rule of law? (Case study of Islamic countries)." *Economic Sociology and Development*. 3(1) (2014) 23–47. (In Persian)
- Ashraf Zadeh, H. R., & Mehrgan, N. (2013). "Advanced panel data econometrics." Noore elm Publishing. (In Persian)
- Ashrafi, Y., Khodaparast Mashhadi, M., & Salimifar, M. "The role of governments in financial development: a case study of OPEC countries." *Quarterly Journal of Economic Research and Policy*. 22(70) (2014) 205–222. (In Persian)
- Heidari, H., & Alinejad, R. (2013). "An Investigation of the Impact of Institutional Variable of Rule of Law on Economic Growth in D-8 Countries." *Encyclopedia of economic law*. 5. 67-82. (In Persian)
- Khodaparast Mashhadi, M., Fallahi, M.A., & Rajabzadeh Moghani, N. "Investigating the role of institutional quality on financial development in selected member countries of the Organization of the Islamic conference." *Quarterly Journal of Monetary and Financial Economics (formerly Knowledge and Development)*. 22(11) (2016). (In Persian)
- Javaheri et al. "Investigating the effect of the quality of institutions on the financial development of developing countries." *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*. 16 (2019) 57–79. (In Persian)
- Rajab Zadeh Moghani, N., Falahi, M.A., & Khodaparast mashhadi, M. (2016). "Investigating the effects of good governance on the relationship between resource abundance and financial development in oil-rich countries." *Monetary and financial economics (knowledge and development)*. 14(24). 90-114. (In Persian)
- Sahabi, B., Etesami, M., & Aminpour, Kh. "Investigating the effect of good governance and government size on financial development in selected countries." *Quarterly Journal of Economic Growth and Development*. 3(12) (2013) 105–118. (In Persian)
- Salatin, P., Islambolchi, S., & Yusefi Zadeh Fard, H. (2013). "Investigating the effect of governance quality on tax revenues in selected countries" presented at the International Conference on Accounting, Economics and Financial Management. (In Persian)
- Farman Ara, V., Komijani, A., Farzinvas, A., & Ghaffari, F. (2018). "The role of capital markets in financing economic growth A Case Study of Iran and some selected developing countries." *Financial Economics*. 13(47). 19-37. (In Persian)
- Feghe, Majidi. A., Ahmadzadeh Kh., & Goudini, S. (2016). "The Impacts of Liberalization and Financial Development on Economic Growth in OPEC Countries". *Strategic and macro policies*. 5(17). 95-120. (In Persian)



- Vakili, V., & Pishva, R. (2016). "The effect of good governance on the relationship between financial development and economic growth." *Economic magazine*. 17(8). 5-23. (In Persian)
- Komijani, A., & Salatin, P. (1389). "Effects of good governance on economic growth in the selected countries of OPEC and OECD." *Economic Modelling journal*. 7(13). 34-59. (In Persian)
- Mobarak, A., Hojabr Kiani, K., Memaranjad, A., & Peikarjou, K. (2017) "Investigating the Effects of Institutional Quality and Human Capital On Economic Growth (Case Study of Developing and Developed Countries)." *The Journal of Planning and Budgeting*. 23(1). 117-146. (In Persian)
- Aggarwal, R., Klapper, R., Wysocki, P. D. (2002). Portfolio preferences of foreign institutional investors (MIT Sloan Working Paper 4328-03).
- Ali Imran, Z., Ejaz, A., Rao, N. (2020) Measuring the impact of governance quality on stock market performance in developed countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 33: 1. 3406-3426.
- Ali, S.H., Law S.H., Yusop, Z., Chin, L.(2016). Institutional Quality and Financial Inclusion Nexus in Developing Countries: A Dynamic Panel GMM Estimation Analysis. Working paper
- Asongu, S. A. (2011a). Government quality determinants of stock market performance in African Countries (Working Papers of the African Governance and Development Institute, 11/019). African Governance and Development Institute.
- Acemoglu, D., Johanson, S., Robinson, James. (2004). institutions as the fundamental cause of long-run Growth. working paper
- Bekaert, G., Harvey, C. (1995). Time-varying world market integration. *The Journal of Finance*. 50(2), 403-444.
- Bhagat, S., Bolton, B. J. (2008). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*.14 (3). 257-273.
- Cherif, M. (2020). Institutional and macroeconomic determinants of stock market development in MENA region: New results from a panel data analysis. *International Journal of Banking and finance*. 7(1). 139-159.
- Chinoda, T., Kwenda, F. (2019). The impact of institutional quality and governance on financial inclusion in Africa: A two-step system generalized method of moments approach. *J. Econ. Fin. Sci*. 12(1).102-123.
- Ejaz, A., Birau, R., Spulbar, C., Buda, R., Tenea, A. C. (2020). The impact of domestic portfolio diversification strategies in Toronto stock exchange on Canadian textile manufacturing industry. *Industria Textila*. 71(3). 215-222.
- Hooper, V., Sim, A. B., & Uppal, A. (2009). Governance and stock market performance. *Economic Systems*. 33(2). 93-116.
- Huang, I., Hong, H. (2017). Governance and economic growth in Asia. *The North American Journal of Economics and Finance*.39. 260-272.
- Jude, E. (2010). Financial development and growth: A Panel Smooth Regression Approach. *Journal of Economic Development* .35. 15-33.
- Krever, T. (2011). The Legal Turn in Late Development Theory: The Rule of Law and the World Bank's Development Model. *Harvard International Law Journal*, 52 .288-319.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*. 52(3). 1131-1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*. 106(6). 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*. 55(1). 1-33.

Law, S. H., & Azman-Saini, W. (2008). The Quality of Institutions and Financial Development. MPRA Paper (12107).

Matadeen, S. J. (2017). The macroeconomic determinants of stock market development from an African perspective. *Theoretical Economics Letters*. 07(07).1950-1964.

Morganti.T. (2020). Local institutional quality and economic growth: A panel-VAR analysis of Italian NUTS-3 regions. *Economics Letters*. In Press.

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

Nedic, V., Despotović, D., Cvetanović, S., Djukić, T. (2020). Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries. *Journal of Policy Modeling*. 42(5). 933-952

Ozpolat, A., Gunbala Guven, G., Nakipoglu Ozsoy, F. (2016). Does Rule of Law Affect Economic Growth Positively? *Research in World Economic*.7 (1). 263-289.

Xu, Y. (2011). An Analysis of the Relationship between Economic Growth and the Rule of Law: a Lesson from China's Experience. *VISTAS Education, Economy and Community the University of West London Journal*, 1(1). 36-48.

Yi, R., Lut Li, Y. (2013). Is There a Positive Relationship between Law and Economic Growth? A Paradox in China. *Asian Social Science*, 9(9).19-30.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

