

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی: شواهدی از کشورهای منتخب

مریم سرفراز محمدیار*

محمد سخنور**

الناز انتظار***

DOI: 10.22096/esp.2024.535631.1554

[تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۷ - تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۸]

چکیده

در این پژوهش به بررسی تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی (تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی و ارزش سهام معاملاتی) در ۱۴ کشور منتخب جهان (با لحاظ شاخص توسعه انسانی بالا) طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۸ با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا با رهیافت غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده پرداخته شده است. نتایج برآوردها نشان می‌دهد شاخص ترکیبی عوامل نهادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر منفی داشت، ولی بر تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی تأثیر مثبتی داشت و در برخی موارد نیز بی‌تأثیر بود؛ لذا شاخص‌های عوامل نهادی در جوامع مزبور، نیاز به اصلاح و تقویت دارند. درواقع ابتدا با بهبود و سپس با گسترش شاخص‌های نهادی فوق می‌توان در زمینه افزایش شاخص‌های توسعه مالی نقش قابل توجهی ایفا کرد.

واژگان کلیدی: کارآفرینی؛ عوامل نهادی؛ پانل دیتا؛ الگوی خود توضیح برداری با وقفه‌های گسترده.

طبقه‌بندی موضوعی: B15, C33, L26.

* دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران.

Email: maryam.sf65@yahoo.com

** استادیار، گروه اقتصاد، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: m.sokhanvar2010@gmail.com

*** استادیار، گروه اقتصاد، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران.

Email: entezar_elnaz@yahoo.com



۱. مقدمه

توسعه مالی یکی از ابزارهای مهم تقویت سیستم مالی و ایجاد تحول در ساختار مالی کشورها از طریق رقابت‌پذیرتر کردن آن محسوب می‌شود و یکی از مهم‌ترین الزامات رشد اقتصادی بالا و پایدار است.^۱ به واسطه توسعه مالی، یک سیستم کارا برای تجمیع سرمایه‌های خرد و تبدیل آنها به منابع مالی برای سرمایه‌گذاری و تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز بنگاه‌ها ایجاد می‌شود. خدمتی که توسعه مالی برای بنگاه‌های اقتصادی انجام می‌دهد، سهولت دسترسی به منابع مالی است، به طوری که سرمایه‌گذاران حداکثرکننده سود، در فضایی با فرصت‌های برابر، می‌توانند با کمترین هزینه، سرمایه‌گذاری مدنظر خود را تأمین مالی کنند و صرفاً در این صورت است که سرمایه‌گذاری‌های بهینه در اقتصاد صورت می‌گیرد. در واقع می‌توان چنین ادعان داشت که به واسطه توسعه مالی، دسترسی عمیق و گسترده به سرمایه و خدمات مالی فراهم می‌شود.^۲

بهبود و گسترش زیرساخت‌های عوامل نهادی می‌تواند در زمینه توسعه مالی نقش قابل توجهی را ایفا کرده و عملکرد این بازارهای مالی را به طرز قابل ملاحظه‌ای فزونی بخشد، چراکه نهادهای کارا می‌توانند سبب ساختارمند شدن تمامی جنبه‌های نهفته در تمامی ابعاد اقتصادی از جمله بخش مالی شوند. نهادها و قوانین قدرتمند که از حقوق طلبکاران حمایت می‌کنند، در دسترس بودن وام را بهبود می‌بخشند و وام‌دهندگان را برای تأمین سرمایه بدهی به بنگاه‌ها ترغیب می‌کنند. به همین ترتیب، نهادهای حقوقی که به خوبی توسعه یافته هستند، برای رشد بنگاه‌ها حائز اهمیت فراوانی هستند و شرکت‌هایی که در کشورهایی با نهادهای قدرتمند فعالیت می‌کنند، می‌توانند سرمایه خارجی را به دست آورند و سریع‌تر رشد کنند.^۳

سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی چگونه است؟ بر این اساس در مقاله حاضر، به تعیین تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی (تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی و ارزش سهام معاملاتی) با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده (Nonlinear

1. S. O. Adeusi and O. A. Aluko, "Relevance of Financial Sector Development on Real Sector Productivity: 21st Century Evidence from Nigerian Industrial Sector," *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 5, no. 6 (2015): 118-132.

2. N. Zghidi and Z. Abida, "Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in North African Countries," *The Romanian Economic Journal* 5, no. 53 (2014): 91-120.

3. M. Asif Khan et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," *Journal of Multinational Financial Management* 1, no. 49 (2019): 67-80.

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی... / سرفراز محمدیار و ... ۲۴۵

انسانی بالا) طی بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۸ پرداخته می‌شود. فرضیات پژوهش حاضر نیز به شرح زیر ارائه می‌شوند:

فرضیه اصلی:

عوامل نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب تأثیر دارد.

فرضیات فرعی:

۱. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب تأثیر دارد.

۲. آزادسازی تجاری بر توسعه مالی در کشورهای منتخب تأثیر دارد.

۲. مبانی نظری

۲-۱. توسعه مالی

توسعه مالی مفهومی جامع است که در شش بعد تعریف می‌گردد:

توسعه بخش بانکی: در اکثر اقتصادها، بانک‌ها مرکز سیستم مالی و پرداخت‌ها بوده و نقش مهمی در فرآیند تجهیز پس‌اندازها، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع‌سازی ریسک ایفا می‌کنند.^۴

توسعه بخش مالی غیربانکی: تحولات بخش مالی غیربانکی، توسعه منابع سرمایه‌ای و خدمات مالی جایگزین را مورد بررسی قرار می‌دهد.

توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی: در این بعد علاوه بر شاخص عمق مالی، حدود استفاده دولت‌ها از ابزارهای سیاست پولی غیرمستقیم، نرخ بهره، کارایی نهاد سیاست‌گذار پولی و همچنین سهمیه‌بندی اعتبارات بررسی قرار می‌شود.^۵

مقررات و نظارت بانکی: به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن و همچنین شکست بازار در مبادلات مالی، کنترل و نظارت مناسب از جنبه‌های مهم توسعه مالی به شمار می‌آیند.

۴. یدالله دادگر، غلامرضا کشاورز، و علی تیاترج، «تبیین رابطه تورم و رشد اقتصادی در ایران»، جستارهای اقتصادی ایران با رویکرد اقتصاد اسلامی ۳، شماره ۵ (۱۳۸۵): ۵۹-۸۸.

۵. بهرام تار، «بررسی تأثیر اقتصاد خاکستری بر بخش مالی در کشورهای منتخب در حال توسعه» (پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ۱۳۹۳).

باز بودن بخش مالی: باز بودن بازارهای مالی بر روی ورود و خروج سرمایه، رژیم‌های ارزی مناسب و محدودیت‌های مبادلات دارایی‌های مالی و ابزارهای ارزی خارجیان و افراد مقیم، در این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد.

محیط نهادی: فضای قانونی و سیاسی نقش تعیین‌کننده‌ای در کیفیت خدماتی که مؤسسات مالی ارائه می‌دهند، دارد.^۶

۲-۲. عوامل نهادی

مباحث جدید اقتصاد کلان بر نهادگرایی تأکید دارند که چارچوبی را برای فعالیت‌های اقتصادی در داخل یک کشور بنا می‌کنند.^۷ کافمن و همکارانش (Kauffman et al) در سال ۲۰۱۰ برای عوامل نهادی شش شاخص را بیان کردند:

حق اعتراض و پاسخگویی: بیانگر مفاهیمی چون حقوق سیاسی، آزادی بیان و تجمعات سیاسی و اجتماعی، آزادی مطبوعات، میزان نمایندگی حکام از طبقات اجتماعی و فرآیندهای سیاسی در برگزاری انتخابات است.

ثبات سیاسی بدون خشونت: بیانگر مفاهیمی مانند ناآرامی‌های اجتماعی، ترور و اعدام‌های سیاسی، کودتا، آشوب‌های شهری، تنش‌های قومی و انتقال آرام قدرت در سطوح بالا است.^۸

اثربخشی دولت: کارایی یا اثربخشی دولت با سیاست‌گذاری و اجرا توسط دولت برای حمایت سیستم بازار مورد توجه واقع شده است و به توانایی دولت در قانون‌گذاری، داوری دادگاه‌ها، تصمیمات مدیریتی در ارتباط با حاکمیت قانون، عدالت مدیریتی و قضایی مانند پاسخگویی و شفافیت اشاره می‌کند.^۹

کیفیت مقررات: بیانگر مفاهیمی چون مقررات دست‌وپاگیر، مداخله دولت در اقتصاد، سیاست‌های رقابتی، موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای، دسترسی به بازارهای سرمایه است که با عنوان کیفیت بروکراسی نیز مطرح می‌شود.

۶. دادگر، کشاورز، و تیاترچ، «تبیین رابطه تورم و رشد اقتصادی در ایران»، ۵۹-۸۸.

۷. P. Procházka and K. Čermáková, "Influence of Selected Institutional Factors on the Economic Growth: Case Open Markets," *Procedia Economics and Finance* 1, no. 30 (2015): 702-709.

۸. هادی غفاری، *نظام اقتصادی صدر اسلام* (تهران: انتشارات دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۳).

۹. E. Hall and I. Charles, "Why Do Some Countries Produce So much more Output per Worker than others," *Quarterly Journal of Economics* 1, no. 114 (1999): 83-116.

حاکمیت قانون: اعتماد مردم به قوانین، قابلیت پیش‌بینی دستگاه قضایی، وجود جرم‌های سازمان‌یافته، احتمال موفقیت در شکایت علیه دولت از جمله مؤلفه‌های سنجش شاخص حاکمیت قانون می‌باشند.^{۱۰}

کنترل فساد: مفاهیمی چون فساد در میان مقامات رسمی، اثربخشی تدابیر ضد فساد، تأثیر آن بر جذب سرمایه‌های خارجی، پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی و ... را اندازه‌گیری می‌کند.^{۱۱}

۲-۳. نقش عوامل نهادی در توسعه مالی

تأثیر عوامل نهادی بر فرآیند توسعه مالی از مجاری مختلفی انجام می‌گیرد که در برخی موارد، این عوامل سبب افزایش تلاطم در بازارهای مالی می‌شوند.^{۱۲} در واقع، جهت‌گیری یک اقتصاد به سمت ایجاد اصلاحات در ساختار نهادها، می‌تواند به ترغیب سرمایه‌گذاری بینجامد و از این طریق، پویایی اقتصادی و رشد و توسعه مالی پایدار را به همراه داشته باشد.^{۱۳}

استیگلیتز (Stiglitz) معتقد است، تعامل سازنده عوامل نهادی می‌تواند راهگشای موفقیت فرآیند اصلاحات مالی باشد. نهادهای کارآمد، محیط مناسبی برای تنظیم روابط مالی را به گونه‌ای کم‌هزینه، ساده و به دور از اتلاف وقت، مهیا کرده و از این طریق، به عنوان دست یاری‌دهنده بازار، موجبات توسعه بازارهای مالی را فراهم می‌سازند.^{۱۴} هرگونه اصلاحات در حوزه عملکرد عوامل نهادی در جهت افزایش کارایی قوانین و مقررات، برقراری حاکمیت قانون، فراهم کردن امنیت لازم برای فعالیت‌های مولد اقتصادی، تضمین حقوق مالکیت، ایجاد ثبات اقتصادی و سیاسی، تسهیل ضوابط مربوط به تولید و تجارت، توسعه نهادهای مالی و زیرساخت‌های اقتصادی، ایجاد فضای سالم، شفاف و رقابتی در اقتصاد و نظایر آن، می‌تواند اقدامی در جهت فراهم کردن بستر مناسب برای سرمایه

10. "Freedom in the World", Freedom House, accessed September 11, 2014, <http://freedomhouse.org/ratings/index.html>.

۱۱. غفاری، نظام اقتصادی صدر اسلام.

۱۲. حداد کشاورز، غلامرضا حیدری، و هادی حیدری، «بررسی تأثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل‌های عمومی FAGARCH و MSM)»، فصلنامه تحقیقات اقتصادی ۴۶، شماره ۹۴ (۱۳۸۹): ۱۱۱-۱۳۶.

13. D. Abdullahi, "Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment," *Economic Modelling* 3, no. 30 (2013): 261-273.

14. L. Butkiewicz and L. Yanikkaya. "Institutional quality and economic growth: maintenance of the rule of law or democratic institutions, or both," *Journal of Economic modeling* 4, no. 23 (2006): 648- 661.

گذاری‌های مالی ارزیابی شود و زمینه‌های توسعه هرچه بیشتر بازارهای مالی را مهیا سازد.^{۱۵}

کارگزاران بخش خصوصی برای حضور مؤثر در عرصه سرمایه‌گذاری به محیطی آرام، مطمئن و امن نیاز دارند که این محیط آرام، مطمئن و امن، زاینده ماهیت و رفتار دولت، عملکرد شهروندان و ساختار سیاسی - اجتماعی جامعه و محیط بین‌المللی است.^{۱۶} طوری که اگر بخش خصوصی نسبت به دولت بی‌اعتماد باشد، این بی‌اعتمادی را به اشکال مختلف، از جمله خودداری از سرمایه‌گذاری مؤثر و در پیش‌گرفتن سیاست صبر و انتظار، ابراز خواهد کرد. اگر دستگاه قضایی فاسد، غیر قابل پیش‌بینی یا ناکارآمد باشد، مردم مجبور خواهند شد به سازوکارها و توافقات غیررسمی تکیه کنند. ضرورت اتکا به چنین سازوکارهایی، سرمایه‌گذاران را مجبور می‌کند که خود را درگیر قراردادهای پیچیده و زمان‌بر نکنند. اگر در جامعه حاکمیت نظم و قانون برقرار نباشد؛ بی‌اعتنایی به قراردادهای به‌ویژه از جانب دولت رواج داشته باشد؛ سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی با خطر مصادره اموال خود از سوی دولت روبه‌رو باشند؛ تنش‌های نژادی و قومی و درگیری‌های درون یا برون‌مرزی به میزان چشم‌گیری محتمل باشد؛ نظام سیاسی حاکم و رهبران آن از ثبات کافی برخوردار نباشند و در مجموع اگر سرمایه‌گذار در جامعه‌ای «احساس امنیت» نکند، از روکردن دارایی خود و سرمایه‌گذاری خودداری خواهد کرد و پرواضح است که در چنین وضعیتی، نمی‌توان انتظار توسعه‌یافتگی نظام مالی را داشت.^{۱۷} جهت بررسی‌های دقیق‌تر، به نحوه تأثیرگذاری تک‌تک مؤلفه‌های عوامل نهادی بر توسعه مالی پرداخته می‌شود:

حق اعتراض و پاسخگویی: دولت دموکراتیک با حمایت از حقوق بشر از طریق افزایش حق اعتراض و پاسخگویی، اجازه مشارکت بیشتری را در توزیع مناسب‌تر امکانات مالی فراهم می‌سازد، چراکه با تشویق مباحثات آزاد در مورد سیاست‌مداران و سیاست‌ها، هم‌امکان تداوم نظام حاکم بر جامعه افزایش می‌یابد و از طرفی نیز این امر، زمینه‌های فرار مغزها را کاهش داده و ضمن تقلیل مخارج ریسک سرمایه‌گذاری، زمینه‌های سرمایه‌گذاری بیشتر را، از طریق ایجاد انگیزه جهت فعالیت‌های مولد اقتصادی - مالی فراهم می‌سازد و همین امر نیز، بسترهای مولد را جهت سرمایه‌گذاری‌های بیشتر در بازارهای مالی فراهم کرده و لذا

15. J. Tavares, "Economic integration and the comovement of stock returns," *Economics Letters* 1, no. 103 (2009): 65-67.

۱۶. محمدرضا شریف‌آزاده و محمد حسینی بحرینی، «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)»، نامه مفید ۱، شماره ۳۸ (۱۳۸۲): ۱۵۹-۱۹۲.

۱۷. شریف‌آزاده و حسینی بحرینی، «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)»، نامه مفید ۱، شماره ۳۸ (۱۳۸۲): ۱۵۹-۱۹۲.

زمینه‌های رشد شاخص‌های مالی را مهیا می‌کند. در واقع، حق اعتراض و پاسخگویی با حفظ حقوق مالکیت، مشوق سرمایه‌گذاری بوده و با اجازه ابراز نظرات و عقاید، سبب کارایی بیشتر در تخصیص منابع مالی می‌شود. همچنین با استفاده از ابزارهای نظارتی از بروز فساد و انحراف در دولت‌مردان جلوگیری کرده و با مشارکت افراد در تعیین سرنوشت خود، انگیزه‌های سرمایه‌گذاری‌های مالی را در جامعه افزایش می‌دهد و طبیعی است که در چنین حالتی، زمینه برای ارتقای مؤلفه‌های توسعه مالی فراهم گردد.^{۱۸}

ثبات سیاسی بدون خشونت: ثبات سیاسی بدون خشونت از کانال سرمایه‌گذاری می‌تواند بر توسعه مالی اثرگذار باشد و مطابق پیش‌بینی، اثرش مثبت است. برای مثال، اطمینان سیاسی با ثبات سیاسی همراه بوده و احتمالاً نرخ ترجیحات زمانی را به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز کاهش می‌دهد. در واکنش به این امر، نرخ سرمایه‌گذاری‌ها در طرح‌های بلندمدت مالی و با بهره‌وری بالا افزایش می‌یابد. افزون بر این، کارایی مالی حاصله به‌واسطه ثبات سیاسی، مانند عملکرد بهتر جدول زمانی سرمایه‌گذاری، بهره‌وری نهایی متناظر داده‌های مالی را افزایش خواهد داد؛ لذا نتیجه‌گیری می‌شود که ثبات سیاسی بدون خشونت، از طریق اثر مثبت خود روی بهره‌وری نهایی مؤلفه‌های مالی همانند تسهیلات اعطایی و ارزش سهام، توسعه مالی را تحت تأثیر مثبتی قرار می‌دهد.^{۱۹} ولی اگر در جامعه‌ای، زمینه‌های ایجاد ثبات اقتصادی با خشونت همراه باشد، طبیعی است که در چنین حالتی، امکان تنش‌های نژادی و قومی و درگیری‌های درون یا برون‌مرزی به میزان قابل توجهی محتمل است و همین امر باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران در چنین کشوری، احساس امنیت نکنند و از عنوان کردن دارایی‌هایشان و سرمایه‌گذاری امتناع کنند. در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران ممکن است سرمایه خود را به کشورهای دیگری منتقل کنند یا اینکه سرمایه خود را در پروژه‌های کوچک و کوتاه‌مدت به کار اندازند و لذا همین امور می‌تواند موجبات کاهش مؤلفه‌های توسعه مالی را به همراه داشته باشد.^{۲۰}

۱۸. عبدالمجید آهنگری و روح‌الله رضائی، «بررسی رابطه علی بین دموکراسی و رشد اقتصادی: با استفاده از داده‌های ترکیبی»، *مدل‌سازی اقتصادی* ۵، شماره ۱ (۱۳۹۰): ۴۷-۶۵.

19. S. Cheona, D. E. Dowallb, and D. W. Songc, "Evaluating Impacts of Institutional Reforms on Port Efficiency Changes: Ownership, Corporate Structure, and Total Factor Productivity Changes of World Container Ports," *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* 4, no. 46 (2010): 546-561.

20. T. A. Masron, "Promoting Intra-ASEAN FDI: The Role of AFTA and AIA," *Economic Modelling* 3, no. 31 (2013): 43-48.

اثربخشی دولت: دولت اثربخش و کارا، پاسخگوی نیازهای آحاد ملت، مروج عدالت اجتماعی، متضمن دستیابی به خدمات، کیفیت و سرمایه‌های مالی و ایجاد محیطی مناسب برای رشد و توسعه پایدار است.^{۲۱} دولت‌های اثربخش به واسطه حمایت‌های حساب‌گرانه، می‌توانند با تضمین حقوق مالکیت، از سرمایه‌گذاران داخلی حمایت کرده و انگیزه‌های افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را فراهم کنند و از این طریق، زمینه‌ساز افزایش فرآیند توسعه مالی گردند. در واقع واقعیت این است که دستیابی به توسعه مالی پایدار و باثبات، زمانی محقق می‌شود که نظام اقتصادی از دخالت‌های غیرضروری دولت، محفوظ بماند. البته این به معنای حذف کامل دولت در عرصه اقتصاد نیست، بلکه هدف از اثربخشی دولت، سیاست‌گذاری صحیح دولت است که می‌تواند روند توزیع مجدد درآمد، ثبات اقتصادی و تخصیص منابع و مدیریت نظام تصمیم‌گیری عمومی را بهبود بخشد تا از این طریق، زمینه‌ساز سرمایه‌گذاری‌های بیشتر و توسعه بخش‌های مالی گردد.^{۲۲}

کیفیت مقررات: دولت با تصویب قوانین مناسب می‌تواند نقش قابل توجهی در بسترسازی لازم برای کارکرد مناسب بازارهای مالی در اقتصاد داشته باشد. در واقع، جامعه‌ای توسعه‌یافته می‌باشد که قانون و مقررات در آن، در حد بهینه باشد، نه چنان کم که منجر به رفتارهای بدون قاعده و پرهزینه گردد و امور جامعه را مختل کند و نه چنان زیاد که راه را برای انتخاب بهینه افراد ببندد.^{۲۳} قوانین و مقررات اختلال‌زا از قبیل، مجوزها و موافقت‌نامه‌های دولتی دست‌وپاگیر، قوانین و مقررات ناظر بیش از حد بر فعالیت‌ها و بار مالیاتی بالا، در مسیر راه‌اندازی فضاها مالی محدودیت ایجاد می‌کند و منجر به افزایش هزینه اولیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود که اگر این هزینه‌ها به اندازه کافی بزرگ باشد، مانعی بر مسیر رشد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی ایجاد می‌کند و این امر نیز می‌تواند منجر به کاهش بهره‌وری این بخش‌ها گردد که به معنای کاهش درجه توسعه‌یافتگی مالی است. بر این اساس، جهت نیل به توسعه مالی بالا و پایدار، لحاظ کیفیت قوانین و مقررات در قانون‌گذاری، ضروری است.^{۲۴}

۲۱. شریف‌آزاده و حسینی بحرینی، «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)»، ۱۵۹-۱۹۲.

۲۲. پویا تقفی، «بررسی تأثیر عوامل نهادی بر بهره‌وری کل عوامل تولید در کشورهای منتخب در حال توسعه» (پایان‌نامه کارشناسی ارشد گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی تبریز، ۱۳۹۴).

۲۳. شریف‌آزاده و حسینی بحرینی، «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)»، ۱۵۹-۱۹۲.

۲۴. محمدشریف کریمی، مریم حیدریان، و معصومه دورباش، «بررسی ارتباط و تأثیر شاخص‌های حکمران خوب بر رشد اقتصادی در ایران با رویکرد تصحیح خطای برداری»، «جامعه‌شناسی اقتصادی و توسعه»، شماره ۳ (۱۳۹۶): ۱۲۷-۱۵۵.

حاکمیت قانون: حاکمیت قانون به واسطه حمایت از حقوق مالکیت، حسن اجرای قراردادها و مهم‌تر از همه، با ایجاد کارآفرینی، زمینه بهبود عملکرد نهادهای مالی را فراهم می‌کند. بارو (Barro) معتقد است، از آنجا که مردم به دنبال نفع شخصی هستند، فقط در صورتی به عهده گرفتن کار سخت و سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند که احتمال منطقی از منتفعشان از کوششان، موجود باشد؛ بنابراین اگر به واسطه حاکمیت قانون، حقوق مالکیت در جامعه خوب تأمین شده باشد، مردم به افزایش سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند و پرواضح است که در چنین حالتی از طریق افزایش میزان سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، زمینه برای شکل‌گیری هرچه بیشتر مؤلفه‌های توسعه مالی فراهم می‌گردد.^{۲۵} ولی اگر در جامعه‌ای نظم و قانون حاکم نباشد، در چنین حالتی، عدم اعتنا به قراردادها به‌ویژه از جانب دولت‌ها می‌تواند رواج داشته باشد و سرمایه‌گذاران (اعم از داخلی و خارجی)، می‌توانند با خطرات مصادره اموال خود از جانب دولت‌ها مواجه شوند. پرواضح است که در چنین وضعیتی، سرمایه‌گذاران از هزینه کردن بر روی پروژه‌های مالی امتناع می‌کنند و از این‌رو زمینه‌های لازم برای حمایت‌های مالی، محدود گشته و همین امر می‌تواند منجر به تضعیف عملکرد بازارهای مالی گردد.^{۲۶}

کنترل فساد: با کنترل فساد، امکان تخصیص بهینه استعدادهای جامعه و کاهش فعالیت‌های رانت‌جویانه فراهم می‌گردد، جامعه از پتانسیل‌های واقعی خود برخوردار شده و زمینه‌های گسترش سرمایه‌گذاری‌های پایدارتر در بازارهای مالی فراهم می‌گردد. مورو (Mauro) نیز معتقد است که کنترل فساد، سبب حرکت سرمایه‌گذاری‌های عمومی به سمت پروژه‌هایی که امکان فساد در آنها کمتر است (با توجه به میزان ضرورت پروژه) می‌گردد که این امر سبب حرکت منابع به‌ویژه سرمایه‌های انسانی به سمت فعالیت‌های نوآورانه مالی می‌شود. پرواضح است که در چنین حالتی، سود حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند افزایش یابد، لذا انگیزه برای سرمایه‌گذاری‌های بیشتر مهیا می‌شود و همین امر نیز منجر به افزایش روند سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی گشته و در نهایت زمینه‌ساز ارتقای توسعه مالی می‌شود.^{۲۷} ولی در صورت وجود فساد در ارگان‌های دولتی، نوعی بی‌اعتمادی از جانب بخش خصوصی نسبت به دولت ایجاد می‌شود و این بی‌اعتمادی نیز در قالب اشکال مختلف من‌الجمله خودداری از سرمایه‌گذاری‌های کارآمد و درپیش‌گرفتن سیاست‌های صبر و انتظار

25. A. P. Balcerzak and M. B. Pietrzak, "Quality of Institutions and Total Factor Productivity in the European Union," *Statistics in Transition* 17, no. 3 (2016): 497-514.

26. Masron, "Promoting Intra-ASEAN FDI: The Role of AFTA and AIA," 43-48.

27. N. Foster, J. Pöschl, and S. Stehrer, "Manufacturing Productivity: Effects of Institutions and Service Sector Innovations," *The Vienna Institute for International Economic Studies* 1, no. 3 (2012): 1-16.

جلوه خواهد نمود. طبیعی است که در چنین وضعیتی، روند مؤلفه‌های توسعه مالی نیز نمی‌تواند چشم‌گیر باشد.^{۲۸}

۳. پیشینه تحقیق

با توجه به مطالعات انجام‌گرفته، مطالعه خاصی در زمینه بررسی تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی (تسهیلات بانکی و ارزش سهام معاملاتی) در کشورهای منتخب (با لحاظ شاخص توسعه انسانی بالا) با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده صورت نگرفته بود و در مطالعات عمدتاً به تأثیرات خطی عوامل نهادی تکیه شده بود. بر این اساس، در پژوهش حاضر به بررسی تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی (تسهیلات بانکی و ارزش سهام معاملاتی) با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده (Nonlinear Auto Regressive Distributed Lag) در ۱۴ کشور منتخب (با لحاظ شاخص توسعه انسانی بالا) طی بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۸ پرداخته می‌شود.

۱-۳. تحقیقات خارجی

توی و مومگلی^{۲۹} به بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر ساختار مالی ۵۰۶ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار در ۱۲ کشور منطقه MENA بین سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۴ پرداختند. نتایج برآورد مدل به شیوه گشتاورهای تعمیم‌یافته حاکی از این امر بود که حاکمیت قانون و ثبات سیاسی بدون خشونت در برخی موارد دارای تأثیر مثبت و در برخی موارد دارای تأثیر منفی بودند.

الراهب و همکاران^{۳۰} با استفاده از یک نمونه اطلاعاتی از ۱۶۰ بانک فعال در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا طی دوره زمانی ۲۰۰۴-۲۰۱۴، به بررسی ارتباط بین عوامل نهادی و ارزش سهام معاملاتی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس پرداختند. نتایج برآورد مدل با تکنیک پانل‌دیتا حاکی از این امر است که متغیرهای نهادی بر نسبت ارزش سهام معاملاتی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس، تأثیر مثبتی می‌گذارند.

۲۸. شریف‌آزاده و حسینی بحرینی، «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۷۹-۱۹۲-۱۵۹)».

29. M. Touil and Ch. Mamoghli, "Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region," *Borsa Istanbul Review* 1, no. 16 (2020): 1-23.

30. T. H. Alraheb, Ch. Nicolas, and A. Tarazi, "Institutional environment and bank capital ratios," *Journal of Financial Stability* 43 (2019): 1-24.

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی... / سرفراز محمدیار و ... ۲۵۳

آسیف خواه و همکاران،^{۳۱} به بررسی تأثیر شاخص‌های عوامل نهادی بر فرآیند توسعه مالی در آمریکا طی دوره زمانی ۱۹۶۰-۲۰۱۶ با استفاده از تکنیک الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده پرداختند. آنچه‌انکه از نتایج پیداست، عوامل نهادی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی دارد و میزان این ضریب تأثیرگذاری معادل ۰/۱۷ است.

ماتمیلولو و همکاران^{۳۲} از یک سو به بررسی تأثیر کیفیت نهادی بر ساختار سرمایه بنگاه‌ها در ۲۳ کشور منتخب در حال توسعه طی بازه زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۴ با استفاده از تکنیک گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداختند. یافته‌های رگرسیونی نشان‌دهنده این است که کیفیت نهادی تأثیر مثبتی بر ساختار سرمایه بنگاه‌ها دارد. از سوی دیگر در بررسی سطح منطقه‌ای نیز بر اساس داده‌های پانلی ۲۱۸۷ بنگاه از کشورهای آسیایی و ۱۰۹۱ بنگاه از کشورهای آمریکای لاتین و اروپای شرقی، کیفیت نهادی تأثیر مثبتی در ساختار سرمایه داشت.

مویه و مویه^{۳۳} به بررسی ارتباط علی بین نهادها و توسعه مالی با استفاده از تکنیک هم‌انباشتگی پانلی با لحاظ برآوردگرهای حداقل مربعات معمولی پویا، حداقل مربعات معمولی کاملاً اصلاح‌شده و الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده در سه بلوک اقتصادی طی بازه زمانی ۱۹۸۴-۲۰۱۳ پرداختند. در نهایت براساس نتایج، شاهد روابط مثبتی بین نهادها و شاخص توسعه مالی در بازار سهام و بخش بانکی طی دوره بلندمدت هستیم.

گزار و چریف^{۳۴} به بررسی تأثیر عوامل نهادی بر فرآیند توسعه مالی در کشورهای منطقه منا طی دوره زمانی ۱۹۸۴-۲۰۰۷ با تکنیک داده‌های پانلی پرداختند. براساس نتایج، شاهد روابط مثبتی می‌باشیم که در این بین، نقش حاکمیت قانون و کنترل فساد حائز اهمیت قابل توجهی است.

31. AsifKhan et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," 67-80.

32. Matemilola. et al., "Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing Countries," 175-209.

33. I. M. Muye and I. Y. Muye, "Testing for causality among globalization, institution and financial development: Further evidence from three economic blocs," *Borsa Istanbul Review* 17, no. 2 (2017): 117-132.

34. K.Gazdar and M. Cherif, "The Quality of Institutions and Financial Development in MENA Countries: an Empirical Investigation," *Risk governance & control: financial markets & institutions* 7, no. 4 (2014): 65-80.

۲-۳. تحقیقات داخلی

عزیزی و همکاران^{۳۵} به بررسی تأثیر شاخص‌های کیفیت نهادی بر توسعه مالی برای ۲۷ کشور در حال توسعه منطقه اوراسیا طی سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۱۵ با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداختند. نتایج حاصله دلالت بر این دارد که کیفیت بالای نهادها، دموکراسی بالاتر و حمایت حقوق مالکیت، اثر مثبتی بر توسعه مالی در کشورهای مورد بررسی داشته است.

عزتی و همکاران^{۳۶} به ارزیابی اثر عوامل نهادی و سیاسی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب اسلامی طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۶، با استفاده از روش رگرسیون EGLS پرداختند. نتایج نشان داد که شاخص کلی عوامل نهادی مربوط به حکمرانی خوب بر توسعه مالی، اثر مثبتی داشت. در مقابل، شاخص دموکراسی اثر منفی بر توسعه مالی دارد.

خداپرست مشهدی و همکاران^{۳۷} به بررسی اثر کیفیت نهادی بر توسعه مالی برای کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی طی سال‌های ۱۹۹۶-۲۰۱۰، با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداختند. نتایج نشان داد که شاخص کلی نهادهای حکمرانی و کنترل فساد، ارتباط مثبتی با نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی داشت.

سحابی و همکاران^{۳۸} به بررسی تأثیر نهادهای مربوط به حکمرانی خوب بر توسعه مالی در ۷۶ کشور در حال توسعه و توسعه‌یافته طی دوره زمانی ۱۹۹۶-۲۰۱۱ با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته پرداختند. نتایج حاکی از آن است که حکمرانی خوب، اثر مثبت بر توسعه بخش مالی دارد.

۴. روش‌شناسی

در این پژوهش، تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی در ۱۴ کشور منتخب با لحاظ شاخص توسعه انسانی بالا (ایران، بولیوی، برزیل، فیجی، اردن، لبنان، لیبی، مکزیک، پاراگوئه، سورینام، ونزوئلا، ویتنام، ساموآ و آفریقای جنوبی) طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۸

۳۵. زهرا عزیزی، آسیه براری، و علی احمدپور کچو، «تأثیر شاخص‌های کیفیت نهادی بر توسعه مالی (مطالعه موردی:

کشورهای در حال توسعه منطقه اوراسیا)»، *مطالعات و سیاست‌های اقتصادی* ۸، شماره ۱ (۱۴۰۰): ۲۵۱-۲۷۸.

۳۶. مرتضی عزتی، لطفعلی عاقلی، و وجیهه کرمی، «ارزیابی اثر عوامل نهادی و سیاسی بر توسعه مالی در کشورهای اسلامی منتخب»، *پژوهش‌های برنامه و توسعه* ۱، شماره ۲ (۱۳۹۹): ۳۵-۶۰.

۳۷. مهدی خداپرست مشهدی، محمدعلی فلاحی، و ناهید رجبزاده مغانی، «بررسی نقش کیفیت نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، *اقتصاد پولی و مالی* ۲۳، شماره ۱۱ (۱۳۹۵): ۲۶-۴۵.

۳۸. بهرام سحابی، منصور اعتصامی، و خالد امین‌پور، «بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب»، *رشد و توسعه اقتصادی* ۳، شماره ۱۲ (۱۳۹۲): ۱۰۵-۱۱۸.

مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای برآورد اثرات متغیرها، از تکنیک اقتصادسنجی غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده (Nonlinear Auto Regressive Distributed Lag) استفاده می‌شود. امروزه برای مطالعه رفتار پویای متغیرهای اقتصادی و مالی از مدل‌های گوناگون استفاده می‌شود. گرچه از میان مدل‌ها، مدل‌های خطی دارای شهرت بیشتری هستند و در بسیاری از موارد موفق عمل نموده‌اند؛ اما در توضیح رفتارهای غیرخطی ناتوان هستند. به طوری که در دو دهه اخیر شاهد رشد سریع مدل‌های سری زمانی غیرخطی بوده‌ایم.^{۳۹} از جمله ویژگی‌های این روش، می‌توان به موارد اشاره کرد:

۱. در مطالعات اقتصادسنجی هرگاه مجموعه‌ای از متغیرهای مورد نظر براساس آزمون‌های ریشه واحد، رفتار دوگانه‌ای داشته باشند، به این صورت که برخی از آنها در سطح مانا باشند و برخی دیگر از متغیرها با یک بار تفاضل‌گیری مانا گردند، در این حالت، استفاده از آزمون‌های هم‌انباشتگی معمول از جمله انگل-گرانجر برای بررسی وجود ارتباط بلندمدت بین متغیرها دیگر کارساز نخواهد بود. در این قبیل موارد، استفاده از روش NARDL پیشنهاد می‌گردد.^{۴۰}

۲. این روش پویایی کوتاه‌مدت را نیز در خود لحاظ می‌نماید و باعث می‌شود که ضرایب الگو با دقت بیشتری برآورد شوند. چراکه روش NARDL، امکان محاسبه روابط پویای کوتاه‌مدت، بلندمدت و نحوه تعدیل از کوتاه‌مدت به بلندمدت را فراهم ساخته و نیازی به تقسیم متغیرها از درجه صفر و یک نیست و این جزو مهم‌ترین مزیت‌های روش NARDL است.

۳. این الگو نسبت به درجه هم‌انباشتگی متغیرها حساس نبوده و بدون در نظر گرفتن اینکه متغیرها $I(0)$ یا $I(1)$ هستند، به کار برده می‌شود. در بیانی، با انتخاب وقفه مناسب در مدل، می‌توان ارتباط کوتاه‌مدت، بلندمدت و همچنین نحوه تعدیل از کوتاه‌مدت به بلندمدت را به کمک الگوی تصحیح خطا بررسی نمود.^{۴۱}

مدل‌های مورد بررسی نیز با استناد بر مبانی نظری و مطالعات تجربی، به‌ویژه مقاله مویه و مویه^{۴۲} به شرح زیر معرفی می‌شوند:

39. F. Fallahi and G., Rodriguez, "Using Markov-Switching Model to Identify the Link Between Unemployment and Criminality," *Working Paper* (2007).

۴۰. علی سوری، اقتصادسنجی همراه با کاربرد *Eviews and Stata* (تهران: نشر فرهنگ شناسی، ۱۳۹۵).

۴۱. احمد تشکینی، اقتصادسنجی کاربردی به کمک ماکروفت (تهران: موسسه فرهنگی هنری دیباگران تهران، ۱۳۹۷).

42. Muye and Muye, "Testing for causality among globalization, institution and financial development: Further evidence from three economic blocs," 117-132.

$$FMD1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln IF_{it} + \alpha_2 FDI_{it} + \alpha_3 \ln O_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$FMD2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln IF_{it} + \alpha_2 FDI_{it} + \alpha_3 \ln O_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

FD: بیانگر شاخص‌های توسعه مالی است که در قالب دو بازار پول و سرمایه در مدل وارد می‌شود که از تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی (FMD_1) به‌عنوان شاخص بازار پول و از ارزش سهام معاملات (FMD_2) و نیز به‌عنوان شاخص بازار سرمایه بهره گرفته می‌شود.^{۴۳}

IF: بیانگر شاخص کلی عوامل نهادی بانک جهانی است که از شش متغیر حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد ناشی می‌شود که طبق اعلام بانک جهانی (World Bank) این شش شاخص از طریق مؤلفه‌های زیر حاصل می‌شوند:

حق اعتراض و پاسخگویی: مفاهیمی چون حقوق سیاسی، آزادی بیان و تجمعات سیاسی و اجتماعی، آزادی مطبوعات، میزان نمایندگی حکام از طبقات اجتماعی و فرآیندهای سیاسی در برگزاری انتخابات را دربرمی‌گیرد.^{۴۴}

ثبات سیاسی بدون خشونت: از مفاهیمی همانند ناآرامی‌های اجتماعی، ترور و اعدام‌های سیاسی، کودتا، آشوب‌های شهری، تنش‌های قومی و انتقال آرام قدرت در سطوح بالا ناشی می‌شود.^{۴۵}

اثربخشی دولت: عمدتاً بیانگر توانایی دولت در قانون‌گذاری، دآوری دادگاه‌ها، تصمیمات مدیریتی در ارتباط با حاکمیت قانون، عدالت مدیریتی و قضایی، کیفیت تهیه و تدارک خدمات عمومی و استقلال خدمات همگانی از فشارهای سیاسی و صلاحیت و شایستگی کارگزاران است.^{۴۶}

کیفیت مقررات: مفاهیمی چون مقررات دست‌وپاگیر، مداخله دولت در اقتصاد، سیاست‌های رقابتی، موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای و دسترسی به بازارها را دربرمی‌گیرد.^{۴۷}

حاکمیت قانون: اعتماد مردم به قوانین، قابلیت پیش‌بینی دستگاه قضایی، وجود جرم‌های

43. "World Development Indicators," World Bank, accessed December 29, 2021, <http://www.worldbank.org/data/onlinebases.html>.

44. "World Development Indicators".

45. "World Development Indicators".

46. "World Development Indicators".

47. "World Development Indicators".

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی... / سرفراز محمدیار و ... ۲۵۷

سازمان یافته، احتمال موفقیت در شکایت علیه دولت از جمله مؤلفه‌های اصلی سنجش شاخص حاکمیت قانون می‌باشند.^{۴۸}

کنترل فساد: از مفاهیمی چون فساد در میان مقامات رسمی، اثربخشی تدابیر ضدفساد، تأثیر آن بر جذب سرمایه‌های خارجی و پرداخت اضافی یا رشوه برای گرفتن مجوزهای اقتصادی ناشی می‌شود.^{۴۹}

O: بیانگر آزادسازی تجاری است که از مجموع صادرات و واردات بر تولید ناخالص داخلی حاصل می‌شود.^{۵۰}

FDI: بیانگر جریان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است.^{۵۱}
اطلاعات مربوط به تمامی متغیرها، از بانک جهانی^{۵۲} استخراج شده‌اند.

۵. نتایج تجربی

۵-۱. آزمون مانایی

برای بررسی مانایی از آزمون ایم، پسران و شین (Im, Pesaran and Shin) استفاده شده است:

جدول ۱. نتایج آزمون مانایی

متغیر	در سطح	با یک بار تفاضل‌گیری
FMD1	۰/۳۵۸۶ (-۰/۳۶۲۱)	۰/۰۰۲۳ (-۲/۸۳۸۴)
FMD2	۰/۰۰۱۳ (-۳/۰۲۱۸)	-
LnO	۰/۰۰۰۰ (-۶/۳۵۷۴)	-
LnIF	۰/۱۸۹۲ (-۰/۸۸۰۹)	۰/۰۰۶۹ (-۲/۴۶۱۷)
FDI	۰/۰۰۰۰ (-۳/۹۳۳۰)	-

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

48. "World Development Indicators".

49. "World Development Indicators".

50. "World Development Indicators".

51. "World Development Indicators".

52. "World Development Indicators".

متغیرهای تسهیلات بانکی و عوامل نهادی دارای ریشه واحد بوده و با یک بار تفاضل‌گیری به حالت مانا درمی‌آیند؛ ازاین‌رو انباشته از درجه یک می‌باشند ($I(1)$)، اما متغیرهای آزادسازی تجاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ارزش سهام معاملاتی در سطح مانا بوده و به همین دلیل انباشته از درجه صفر می‌باشند ($I(0)$).

۵-۲. نتایج برآورد مدل (۱)

جدول ۲. نتایج حاصل از تخمین پویای کوتاه‌مدت مدل (۱)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
FMD1(-1)	۰/۷۳۸۴	۰/۰۴۳۵	۱۶/۹۴۲۶	۰/۰۰۰۰
LnIF_POS	۱۹/۰۸۲۰	۷/۷۸۲۰	۲/۴۵۲۰	۰/۰۱۵۳
LnIF_NEG	-۵/۹۷۶۹	۷/۲۸۸۷	-۰/۸۲۰۰	۰/۴۱۳۵
FDI_POS	۰/۲۲۱۳	۰/۱۹۰۵	۱/۱۶۱۷	۰/۲۴۷۱
FDI_NEG	۰/۲۷۷۲	۰/۱۶۵۴	۱/۶۷۱۷	۰/۰۹۵۸
LO_POS	۳/۱۳۵۴	۵/۰۱۶۶	-۰/۶۲۵۰	۰/۵۳۲۹
LO_NEG	۱۶/۷۳۵۹	۵/۲۷۲۷	۳/۱۷۴۰	۰/۰۰۱۸

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

یک واحد افزایش در تسهیلات بانکی در دوره گذشته، باعث افزایش ۰/۷۳ واحدی تسهیلات بانکی در دوره جاری می‌شود. شاخص ترکیبی عوامل نهادی از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی است که در سطح پنج درصد معنادار است. این ضریب معادل ۱۹/۰۸ است که بدین مفهوم است که به ازای افزایش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، تسهیلات بانکی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه اصلی). به عبارتی هرچقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع کارا تر باشند، حجم تسهیلات اعطایی به مقدار قابل توجهی افزایش می‌یابد که این رابطه مثبت منطبق بر مباحث اقتصاد کلان است. از سوی دیگر نیز، این شاخص تأثیری بر تسهیلات بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، منجر به تغییری در تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه اصلی). این بدان مفهوم است که در صورت ضعف شاخص‌های نهادی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر رشد مؤلفه‌های توسعه مالی و لذا ارائه تسهیلات بانکی ایجاد گردد که این امر با مبانی اقتصادی همخوانی دارد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی است که در سطح ده درصد معنادار است. این ضریب معادل $0/27$ است که بدین مفهوم است که به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تسهیلات بانکی معادل $0/27$ واحد افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که هرچه قدر زمینه‌های جذب برای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در این جوامع فراهم شود، حجم تسهیلات اعطایی می‌تواند به مقدار بیشتری افزایش یابد که این رابطه مثبت همسو با مبانی نظری است. از سوی دیگر نیز این شاخص تأثیری بر تسهیلات بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، منجر به تغییری در تسهیلات بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که در صورت وجود موانع گسترده در زمینه جذب سرمایه‌های خارجی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر رشد مؤلفه‌های توسعه مالی و لذا ارائه تسهیلات بانکی ایجاد شود که این امر با مبانی اقتصادی و شرایط ساختاری جوامع مورد بررسی همخوانی دارد.

آزادسازی تجاری از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی می‌باشد که در سطح پنج درصد معنادار است. این ضریب معادل $16/73$ است که بدین مفهوم است که به ازای افزایش در آزادسازی تجاری، تسهیلات بانکی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۲). در بیانی، فراهم‌بودن زمینه‌های هرچه بیشتر برای شکل‌گیری آزادسازی تجاری، می‌تواند منجر به افزایش قابل توجهی در حجم تسهیلات اعطایی گردد که این امر همسو با مبانی اقتصادی است. از سوی دیگر نیز، این شاخص تأثیری بر تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در آزادسازی تجاری، منجر به تغییری در تسهیلات بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه فرعی ۲). این بدان مفهوم است که در صورت ضعف شاخص‌های آزادسازی تجاری یا آزادسازی‌های تجاری ناکافی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر ارائه تسهیلات بانکی ایجاد گردد که این امر با مبانی نظری و شرایط ساختاری جوامع مورد بررسی همخوانی دارد.

حال برای تصدیق وجود رابطه بلندمدت، از آزمون باند (Bounds Test) استفاده می‌شود:

جدول ۳. نتایج آزمون باند مدل (۱)

۵/۸۷۰۶		مقدار آماره F						
%۱۰		%۵		%۲/۵		%۱		سطح معنی‌داری
I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	حد بالا و پایین
۳/۲۳	۲/۱۲	۳/۶۱	۲/۴۵	۳/۹۹	۲/۷۵	۴/۴۳	۳/۱۵	مقادیر

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برابر با ۵/۸۷۰۶ است و بیشتر از مقدار بحرانی حد بالایی در سطوح معنی‌داری ۱٪، ۲/۵٪، ۵٪ و ۱۰٪ درصد می‌باشد؛ از این رو یک رابطه تعادلی بلندمدت بین عوامل نهادی، آزادسازی تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تسهیلات بانکی وجود دارد؛ از این رو در ادامه به تخمین رابطه بلندمدت پرداخته‌ایم:

جدول ۲. نتایج حاصل از تخمین بلندمدت مدل (۱)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
LnIF_POS	۷۲/۹۴۹۳	۲۸/۸۴۷۷	۲/۵۲۸۷	۰/۰۱۲۴
LnIF_NEG	-۲۲/۸۴۹۶	۲۷/۸۶۶۴	-۰/۸۱۹۹	۰/۴۱۳۵
FDI_POS	۰/۸۴۶۲	۰/۷۲۰۴	۱/۱۷۴۶	۰/۲۴۱۹
FDI_NEG	۱/۰۵۹۹	۰/۶۱۵۷	۱/۷۲۱۳	۰/۰۸۷۲
LO_POS	۱۱/۹۸۶۶	۱۹/۱۲۵۲	-۰/۶۲۶۷	۰/۵۳۱۷
LO_NEG	۶۳/۹۸۰۴	۱۹/۴۶۷۲	۳/۲۸۶۵	۰/۰۰۱۳

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

شاخص ترکیبی عوامل نهادی از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی می‌باشد که در سطح پنج درصد معنادار است. این ضریب معادل ۷۲/۹۴ می‌باشد که بدین مفهوم است که به ازای افزایش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، تسهیلات بانکی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه اصلی). به عبارتی هرچقدر شاخص‌های عوامل نهادی و نهادها در این جوامع کارا تر باشند، حجم تسهیلات اعطایی به مقدار قابل توجهی افزایش می‌یابد که این رابطه مثبت

منطبق بر مباحث اقتصاد کلان می‌باشد. از سوی دیگر نیز، این شاخص تأثیری بر تسهیلات بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، منجر به تغییری در تسهیلات بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه اصلی). این بدان مفهوم است که در صورت ضعف شاخص‌های نهادی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر رشد مؤلفه‌های توسعه مالی و لذا ارائه تسهیلات بانکی ایجاد گردد که این امر با مبانی اقتصادی همخوانی دارد.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی می‌باشد که در سطح ده درصد معنادار است. این ضریب معادل $1/0.5$ می‌باشد که بدین مفهوم است که به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تسهیلات بانکی معادل $1/0.5$ واحد افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که هرچقدر زمینه‌های جذب برای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در این جوامع فراهم شود، حجم تسهیلات اعطایی می‌تواند به مقدار بیشتری افزایش یابد که این رابطه مثبت همسو با مبانی نظری می‌باشد. از سوی دیگر نیز، این شاخص تأثیری بر تسهیلات بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، منجر به تغییری در تسهیلات بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه فرعی ۱). این بدان مفهوم است که در صورت وجود موانع گسترده در زمینه جذب سرمایه‌های خارجی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر رشد مؤلفه‌های توسعه مالی و لذا ارائه تسهیلات بانکی ایجاد شود که این امر با مبانی اقتصادی و شرایط ساختاری جوامع مورد بررسی همخوانی دارد.

آزادسازی تجاری از یک سو دارای تأثیر مثبتی بر تسهیلات بانکی می‌باشد که در سطح یک درصد معنادار است. این ضریب معادل $63/98$ می‌باشد که بدین مفهوم است که به ازای افزایش در آزادسازی تجاری، تسهیلات بانکی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۲). در بیانی، فراهم‌بودن زمینه‌های هرچه بیشتر برای شکل‌گیری آزادسازی تجاری، می‌تواند منجر به افزایش قابل توجهی در حجم تسهیلات اعطایی گردد که این امر همسو با مبانی اقتصادی می‌باشد. از سوی دیگر نیز، این شاخص تأثیری بر تسهیلات بانکی ندارد. به عبارتی، افزایش یا کاهش در آزادسازی تجاری، منجر به تغییری در تسهیلات بانکی نمی‌گردد (رد فرضیه فرعی ۲). این بدان مفهوم است که در صورت ضعف شاخص‌های آزادسازی تجاری یا آزادسازی‌های تجاری ناکافی در جوامع مذکور، می‌تواند مانعی در مسیر ارائه تسهیلات بانکی ایجاد گردد که این امر با مبانی نظری و شرایط ساختاری جوامع مورد بررسی همخوانی دارد.

در جدول شماره (۵) نتایج برآورد الگوی تصحیح خطای مدل که نشان‌دهنده رابطه تعادلی است، ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج حاصل از تخمین مدل تصحیح خطا مدل (۱)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
ECM(-1)	-۰/۲۶۱۵	۰/۰۴۰۰	-۶/۵۳۲۶	۰/۰۰۰۰

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

همانگونه که نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد، ضریب تصحیح خطای مدل کوچک‌تر از یک و از نظر آماری در سطح یک درصد معنی‌دار می‌باشد. ضریب تصحیح خطای مدل برابر ۰/۲۶- می‌باشد که نشان می‌دهد در هر سال ۰/۲۶ از عدم تعادل یک دوره در تسهیلات بانکی در دوره بعد تعدیل می‌شود.

۲-۵. نتایج برآورد مدل (۲)

جدول ۶. نتایج حاصل از تخمین پویای کوتاه‌مدت مدل (۲)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
FMD2(-1)	۰/۴۴۳۹	۰/۰۵۷۶	۰/۶۹۵۸	۰/۰۰۰۰
LnIF_POS	-۶۳/۳۷۱۷	۲۱/۱۵۴۸	-۲/۹۹۵۶	۰/۰۰۳۲
LnIF_NEG	-۸۶/۷۷۸۹	۲۵/۱۲۸۱	-۳/۴۵۳۴	۰/۰۰۰۷
FDI_POS	۱/۳۳۱۴	۰/۷۴۹۷	۱/۷۷۵۸	۰/۰۷۷۷
FDI_NEG	۲/۳۲۵۳	۰/۶۹۰۴	۳/۳۶۷۹	۰/۰۰۰۹
LO_POS	۱۱۳/۸۹۵۲	۱۸/۶۴۸۸	۶/۱۰۷۳	۰/۰۰۰۰
LO_NEG	۱۱۳/۴۱۱۳	۲۰/۲۷۴۶	۵/۵۹۳۷	۰/۰۰۰۰

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

یک واحد افزایش در ارزش سهام معاملاتی در دوره گذشته، باعث افزایش ۰/۴۴ واحدی ارزش سهام معاملاتی در دوره جاری می‌شود.

شاخص ترکیبی عوامل نهادی دارای تأثیر منفی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل ۶۳/۳۷- و ۸۶/۷۷- می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای افزایش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، ارزش سهام معاملاتی کاهش می‌یابد (تأیید فرضیه اصلی). این روابط منفی بدان مفهوم هستند که در صورت ضعف شاخص‌های نهادی و یا وجود نهادهای ناکارا در جوامع مذکور، مؤلفه‌های

توسعه مالی و لذا ارزش سهام معاملاتی می‌توانند یک سیر نزولی را به همراه داشته باشند که این روابط منفی با مبانی اقتصادی همخوانی دارند.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارای تأثیر مثبتی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطوح ده درصد و یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل $1/33$ و $2/32$ می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ارزش سهام معاملاتی معادل $1/33$ و $2/32$ واحد افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۱). این روابط مثبت بدان مفهوم هستند که هرچه قدر زمینه‌های جذب برای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در این جوامع فراهم شود، ارزش سهام معاملاتی می‌تواند رشد قابل توجهی را به همراه داشته باشد که این روابط مثبت همسو با مبانی نظری می‌باشند.

آزادسازی تجاری دارای تأثیر مثبتی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل $113/89$ و $113/41$ می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای افزایش در آزادسازی تجاری، ارزش سهام معاملاتی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۲). در بیانی، فراهم‌بودن زمینه‌های هرچه بیشتر برای شکل‌گیری آزادسازی تجاری، می‌تواند منجر به رشد قابل توجهی در ارزش سهام معاملاتی گردد که این امر همسو با مبانی اقتصادی می‌باشد.

حال برای تصدیق وجود رابطه بلندمدت، از آزمون باند استفاده می‌شود:

جدول ۷. نتایج آزمون باند مدل (۲)

۱۴/۰۶۱۴		مقدار آماره F						
۱۰٪		۵٪		۲/۵٪		۱٪		سطح معنی‌داری
I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	حد بالا و پایین
۲/۸۷	۱/۷۵	۳/۲۴	۲/۰۴	۳/۵۹	۲/۳۲	۴/۰۵	۲/۶۶	مقادیر

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برابر با $14/0614$ می‌باشد و بیشتر از مقدار بحرانی حد بالایی در سطوح معنی‌داری ۱٪، ۲٪/۵، ۵٪ و ۱۰٪ درصد می‌باشد؛ از این رو یک رابطه تعادلی بلندمدت بین عوامل نهادی، آزادسازی تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با ارزش سهام معاملاتی وجود دارد. در ادامه به تخمین رابطه بلندمدت پرداخته‌ایم:

جدول ۸. نتایج حاصل از تخمین بلندمدت مدل (۲)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
LnIF_POS	-۱۱۳/۹۶۳۵	۳۷/۰۰۱۸	-۳/۰۷۹۹	۰/۰۰۲۴
LnIF_NEG	-۱۵۶/۰۵۷۲	۴۴/۰۶۷۴	-۳/۵۴۱۳	۰/۰۰۰۵
FDI_POS	۲/۳۹۴۴	۱/۳۲۸۳	۱/۸۰۲۵	۰/۰۷۳۳
FDI_NEG	۴/۱۸۱۷	۱/۱۷۶۸	۳/۵۵۳۳	۰/۰۰۰۵
LO_POS	۲۰۴/۸۲۱۶	۲۹/۲۵۳۰	۷/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۰
LO_NEG	۲۰۳/۹۵۱۲	۳۳/۶۳۴۵	۶/۰۶۳۷	۰/۰۰۰۰

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

شاخص ترکیبی عوامل نهادی دارای تأثیر منفی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل $-۱۵۶/۰۵$ و $-۱۱۳/۹۶$ می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای افزایش در شاخص ترکیبی عوامل نهادی، ارزش سهام معاملاتی کاهش می‌یابد (تأیید فرضیه اصلی). این روابط منفی بدان مفهوم هستند که در صورت ضعف شاخص‌های نهادی و یا وجود نهادهای ناکارا در جوامع مذکور، مؤلفه‌های توسعه مالی و لذا ارزش سهام معاملاتی می‌توانند یک سیر نزولی را به همراه داشته باشند که این روابط منفی با مبانی اقتصادی همخوانی دارند.

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارای تأثیر مثبتی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطوح ده درصد و یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل $۲/۳۹$ و $۴/۱۸$ می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ارزش سهام معاملاتی معادل $۲/۳۹$ و $۴/۱۸$ واحد افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۱). این روابط مثبت بدان مفهوم هستند که هرچقدر زمینه‌های جذب برای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در این جوامع فراهم شود، ارزش سهام معاملاتی می‌تواند رشد قابل توجهی را به همراه داشته باشد که این روابط مثبت همسو با مبانی نظری می‌باشد.

آزادسازی تجاری دارای تأثیر مثبتی بر ارزش سهام معاملاتی می‌باشد که در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. این ضرایب معادل $۲۰۴/۸۲$ و $۲۰۳/۹۵$ می‌باشند که بدین مفهوم هستند که به ازای افزایش در آزادسازی تجاری، ارزش سهام معاملاتی افزایش می‌یابد (تأیید فرضیه فرعی ۲). دربیانی، فراهم‌بودن زمینه‌های هرچه بیشتر برای شکل‌گیری آزادسازی

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی ... / سرفراز محمدیار و ... ۲۶۵

تجاری، می‌تواند منجر به رشد قابل توجهی در ارزش سهام معاملاتی گردد که این امر همسو با مبانی اقتصادی می‌باشد.

در جدول شماره (۹) نتایج برآورد الگوی تصحیح خطای مدل که نشان‌دهنده رابطه تعادلی است، ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج حاصل از تخمین مدل تصحیح خطا مدل (۲)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
ECM(-1)	-۰/۵۵۶۰	۰/۰۵۵۰	-۱۰/۱۰۵۵	۰/۰۰۰۰

منبع: خروجی نرم‌افزار Eviews

همانگونه که نتایج جدول (۹) نشان می‌دهد، ضریب تصحیح خطای مدل کوچک‌تر از یک و از نظر آماری در سطح یک درصد معنی‌دار می‌باشد. ضریب تصحیح خطای مدل برابر ۰/۵۵- می‌باشد که نشان می‌دهد در هر سال ۰/۵۵ از عدم تعادل یک دوره در ارزش سهام معاملاتی در دوره بعد تعدیل می‌شود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، تعیین تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی (تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی و ارزش سهام معاملاتی) با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا با رهیافت غیرخطی الگوی خودتوضیح برداری با وقفه‌های گسترده در ۱۴ کشور منتخب جهان (با لحاظ شاخص توسعه انسانی بالا) طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۸ بود که جهت نیل به این منظور از یک شاخص ترکیبی که متشکل از مؤلفه‌های حق اعتراض و پاسخگویی، ثبات سیاسی بدون خشونت، اثربخشی دولت، کیفیت مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد بود، به‌عنوان شاخص عوامل نهادی استفاده شد. متغیرهای آزادسازی تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به‌عنوان متغیرهای کنترل در مدل‌ها وارد شدند. نتایج برآوردها نیز به شرح زیر ارائه می‌شوند:

شاخص ترکیبی عوامل نهادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر ارزش سهام معاملاتی، تأثیر منفی داشت، ولی بر تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی تأثیر مثبتی داشت و در برخی موارد نیز بی‌تأثیر بود. نهادها با ایجاد یک ساختار باثبات در روابط انسانی، منجر به کاهش

نااطمینانی، تشویق کارایی و بهبود عملکرد مالی می‌شوند.^{۵۳} ولی اگر به لحاظ شاخص‌های نهادی شاهد وضعیت مناسبی نباشیم، در چنین حالتی می‌توان شاهد رابطه منفی و حتی عدم رابطه نیز بود، چراکه این وضعیت منعکس‌کننده حکمرانی ضعیف می‌باشد و طبیعتاً در چنین حالتی، حکمرانی ضعیف نمی‌تواند محرک مناسبی در جهت ارتقای مؤلفه‌های توسعه مالی باشد که آمارهای ارائه‌شده از سوی بانک جهانی، منعکس‌کننده وضعیت نامساعد شاخص‌های نهادی در عمده جوامع مورد بررسی می‌باشند.^{۵۴}

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر ارزش سهام معاملاتی تأثیر مثبتی داشت، ولی در مورد تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی، هم شاهد رابطه مثبت و هم عدم رابطه می‌باشیم. با جذب سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی به واسطه انتقال فناوری و سرریزهای دانش به کشور میزبان، انگیزه بنگاه‌های داخلی برای سرمایه‌گذاری در زمینه تحقیق و توسعه، ارتقای سطح آموزش و تخصص کارکنان و استخدام نیروی متخصص بیشتر می‌شود که این عوامل، افزایش تولید و خدمات هرچه بیشتر را در جامعه به همراه داشته و می‌تواند منجر به توسعه یافتگی بخش‌های مالی گردد. ولی وجود موانع گسترده در زمینه جذب سرمایه‌های خارجی، می‌تواند مانع تأثیرگذاری مثبت این شاخص یا حتی عدم رابطه نیز گردد.^{۵۵}

آزادسازی تجاری بر ارزش سهام معاملاتی، تأثیر مثبتی داشت، ولی در مورد تسهیلات اعطایی توسط سیستم بانکی، هم شاهد رابطه مثبت و هم عدم رابطه می‌باشیم. هرچه فضای تجاری در کشورها شفاف‌تر و رقابتی‌تر باشد، بهبود رقابت در بازارهای اقتصادی و کاهش در هزینه، دست به دست هم داده و به حذف تدریجی انحصارات منجر می‌شود که خود موجب افزایش سلامت اقتصادی کشورها و اتخاذ سیاست‌های مطلوب شده و بهبود روند توسعه مالی را در پی خواهد داشت. ولی ضعف شاخص‌های آزادسازی تجاری و یا آزادسازی‌های تجاری ناکافی در جوامع مذکور، می‌تواند مانع تأثیرگذاری مثبت این شاخص یا حتی عدم رابطه نیز گردد.^{۵۶}

53. AsifKhan et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," 67-80.

54. "World Development Indicators".

۵۵. روح‌الله شیرمردگوروانی، فاطمه جهانگرد، و سید مرتضی خانی هولاری، «بررسی اثرات آزادسازی مالی و تجاری بر توسعه مالی (رویکرد مقایسه‌ای بین کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته)»، (کنفرانس بین‌المللی و آنلاین اقتصاد سبز، تهران، ۱۳۹۳).

56. J. Asiana and H. Mobolaji, "Trade and Financial Openness, Institutional Quality, and Financial Development in Sub-Sahara Africa (SSA)," (International Conference on International Trade and Investment, Mauritius, 2011).

نتیجه مطالعه، با نتایج مطالعات داخلی و خارجی تا حدی همخوانی دارد. در مطالعات فوق، صرفاً تأثیرات مثبت و منفی عوامل نهادی بر توسعه مالی حاصل شده بود، ولی در مطالعه حاضر علاوه بر تأثیرات مثبت و منفی، در برخی موارد نیز، عوامل نهادی بر توسعه مالی بی تأثیر بود. در این بین، بیشترین همخوانی نتایج مطالعه حاضر با مطالعات عزتی و همکاران^{۵۷} و توی و مومگلی^{۵۸} بود. چراکه در مطالعات فوق، هم‌زمان شاهد روابط مثبت و منفی بودیم. درحالی‌که در مطالعات عزیزی و همکاران^{۵۹} خداپرست مشهدی و همکاران^{۶۰}، سحابی و همکاران^{۶۱}، آسیف خواه و همکاران^{۶۲}، ماتمیلولا و همکاران^{۶۳}، گزدار و چریف^{۶۴} صرفاً شاهد رابطه مثبت بودیم. همچنین نتیجه مطالعه حاضر با نتیجه مطالعه خارجی مویه و مویه^{۶۵} تا حدی همخوانی داشت و تا حدی نیز در تضاد بود، چراکه در مطالعه فوق، روابط مثبتی بین عوامل نهادی و شاخص توسعه مالی (بازار سهام و بخش بانکی) حاصل شده بود. همچنین نتیجه مطالعه حاضر با نتیجه مطالعه خارجی الراهب و همکاران^{۶۶} در تضاد بود، چراکه در مطالعه فوق، عوامل نهادی تأثیر مثبتی بر ارزش سهام معاملاتی داشت، ولی در مطالعه حاضر، عوامل نهادی تأثیر منفی بر ارزش سهام معاملاتی دارد. پیشنهادات کاربردی - سیاستی نیز به شرح ذیل ارائه می‌شوند:

با توجه به نتایج فرضیه اصلی، پیشنهادات به تفکیک کلیه مؤلفه‌های عوامل نهادی به شرح ذیل قابل ارائه هستند:

۵۷. عزتی، عاقلی، و کرمی، «ارزیابی اثر عوامل نهادی و سیاسی بر توسعه مالی در کشورهای اسلامی منتخب»، ۳۵-۶۰.
58. Toul and Mamoghli, "Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region," 1-23.

۵۹. عزیزی، براری، و احمدپور کچو، «تأثیر شاخص‌های کیفیت نهادی بر توسعه مالی (مطالعه موردی: کشورهای درحال توسعه منطقه اوراسیا)»، ۲۵۱-۲۷۸.

۶۰. خداپرست مشهدی، فلاحی، و رجب‌زاده مغانی، «بررسی نقش کیفیت نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، ۲۶-۴۵.

۶۱. سحابی، اعتصامی، و امین‌پور، «بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب»، ۱۰۵-۱۱۸.

62. AsifKhan et al., "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective," 67-80.

63. Matemilola et al., "Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing Countries," 175-209.

64. Gazdar and Cherif, "The Quality of Institutions and Financial Development in MENA Countries: an Empirical Investigation," 65-80.

65. Muye and Muye, "Testing for causality among globalization, institution and financial development: Further evidence from three economic blocs," 117-132.

66. Alraheb, Nicolas, and Tarazi, "Institutional environment and bank capital ratios," 1-24.

در جهت عملکرد هرچه بیشتر شاخص حق اعتراض و پاسخگویی، تقویت مردم‌سالاری و الویت‌بخشی به نظر اکثریت و توجه به خواسته‌های همگانی جامعه و تقویت نهادهای دموکراتیک، ضروری به نظر می‌رسد.

جهت ایجاد زمینه‌های بیشتر برای شکل‌گیری ثبات سیاسی بدون خشونت، توجه بیشتر به آرا و نظریات اقلیت‌های سیاسی، قومی و مذهبی و پرهیز از هرگونه ایجاد تنش‌های سیاسی، می‌تواند ریسک سقوط و نابودی دولت را در جوامع فوق تا حد قابل توجهی کاهش دهد و در جهت ایجاد و گسترش فضاهای سیاسی باثبات در جامعه مؤثر واقع گردد.

جهت اثربخشی هرچه بیشتر دولت، حذف نقش تصدی‌گری دولت و محدود نمودن وظایف دولت به ایفای وظایف حاکمیتی با هدف حفظ و بهره‌برداری بهینه از منابع جهت خدمات مولد و پایدار، می‌تواند با افزایش کارایی دولت و تقویت حقوق مالکیت، نقش قابل توجهی را در ارتقای مؤلفه‌های توسعه مالی ایفا نماید. بر این اساس، بهتر است که دولت‌های جوامع مورد بررسی، فعالیت‌های اقتصادی بیشتری را به عوامل اقتصادی بسپارند و به‌طور غیرمستقیم و هوشمندانه، عملکرد بخش‌های اقتصادی را مدیریت کنند.

تدوین قوانین و مقررات مناسب‌تر با ساختار جوامع فوق و حذف قوانین دست‌وپاگیر خصوصاً در زمینه قوانین اجرایی می‌تواند به کیفیت مقررات منجر گردد. در جهت ارتقای سطح شاخص حاکمیت قانون، لازم است سیاست‌هایی در جهت گسترش دستگاه‌های قضایی مستقل، قابل پیش‌بینی و کارآمد، برقراری ثبات بیشتر در برنامه‌ها و اهداف طراحی‌شده دولت، ایجاد سازوکارهای نوآورانه مانند روش‌های نوین برای حل منازعات، حفاظت بیشتر از حقوق مالکیت و نظارت‌های کارا تر بر حسن اجرای قراردادها، صورت گیرد.

در جهت کنترل هرچه بیشتر فساد نیز، سه راهکار عمده افزایش نظارت بر کارگزاران دولتی متصدی ارائه خدمات، شفاف‌سازی فرآیندهای اداری و کاهش شدت قوانین و مقررات به شکل جامع، پیشنهاد می‌شود.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی (۱)، ضروری به نظر می‌رسد که دولت‌های جوامع مربوطه، با تقویت و گسترش زیرساخت‌های جذب سرمایه‌های خارجی، از طریق ایجاد بسترهای سرمایه‌گذاری، بهبود زیرساخت‌های لازم جهت سرمایه‌گذاری، امنیت اقتصادی، تشویق و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی، زمینه‌های لازم را برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی فراهم سازند که در این بین، طرح‌های صنعتی و معدنی چون دوره بازگشت طولانی‌تر سرمایه

را به همراه دارند و به نوعی ماندگاری سرمایه‌های خارجی از این طریق، بیشتر مهیا می‌گردد؛ لذا دولت‌های جوامع فوق می‌توانند از طریق فراهم کردن بستر مناسب برای جذب سرمایه‌های خارجی به‌ویژه در قالب همکاری‌های مشترک با کشورهای موفق در زمینه صنعت و معدن، علاوه بر افزایش سرمایه فیزیکی، از طریق انتقال فناوری‌های نوین، باعث افزایش هرچه بیشتر مؤلفه‌های توسعه مالی گردند.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی (۲)، افزایش هرچه بیشتر زمینه‌های آزادسازی تجاری توصیه می‌گردد، چراکه آزادسازی تجاری در ابعاد وسیع می‌تواند در تسهیل روند جریان درآمدی مؤثر باشد و با مدیریت صحیح این عامل، می‌توان زمینه‌های هرچه بیشتر بهبود و افزایش فرآیند شاخص‌های مالی من‌الجمله توسعه مالی را فراهم نمود. جهت نیل به آزادسازی بیشتر نیز پیشنهاد می‌شود که جوامع مذکور، راهبرد برون‌گرایی را در تجارت خود اتخاذ نموده و شرایط را برای تجارت علی‌الخصوص صادرات، تسهیل نمایند. در این راستا، حذف یا کاهش موانع تجاری در تعمیق راهبرد برون‌گرایی بسیار مؤثر خواهد بود.

سیاهه منابع

الف- منابع فارسی:

- آهنگری، عبدالمجید، و روح‌الله رضایی. «بررسی رابطه علی بین دموکراسی و رشد اقتصادی: با استفاده از داده‌های ترکیبی»، *مدل‌سازی اقتصادی* ۵، شماره ۱ (۱۳۹۰): ۴۷-۶۵.
- تاری، بهرام. «بررسی تأثیر اقتصاد خاکستری بر بخش مالی در کشورهای منتخب درحال توسعه»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ۱۳۹۳.
- تشکینی، احمد. *اقتصادسنجی کاربردی به کمک ماکروفیت*. تهران: مؤسسه فرهنگی هنری دیباگران تهران، ۱۳۹۷.
- ثقفی، پویا. «بررسی تأثیر عوامل نهادی بر بهره‌وری کل عوامل تولید در کشورهای منتخب درحال توسعه» پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ۱۳۹۴.
- خداپرست مشهدی، مهدی، محمدعلی فلاحی، و ناهید رجب‌زاده مغانی. «بررسی نقش کیفیت نهادی بر توسعه مالی در کشورهای منتخب عضو سازمان کنفرانس اسلامی»، *اقتصاد پولی و مالی* ۲۳، شماره ۱۱ (۱۳۹۵): ۲۶-۴۵.
- دادگر، یدالله، غلامرضا کشاورز، و علی تیاترج. «تبیین رابطه تورم و رشد اقتصادی در ایران»، *جستارهای اقتصادی ایران با رویکرد اقتصاد اسلامی* ۳، شماره ۵ (۱۳۸۵): ۵۹-۸۸.
- سحابی، بهرام، منصور اعتصامی، و خالد امین‌پور. «بررسی اثر حکمرانی خوب و اندازه دولت بر توسعه مالی در کشورهای منتخب»، *رشد و توسعه اقتصادی* ۳، شماره ۱۲ (۱۳۹۲): ۱۰۵-۱۱۸.
- سوری، علی. *اقتصادسنجی همراه با کاربرد Eviews and Stata*. تهران: نشر فرهنگ شناسی، ۱۳۹۵.
- شریف‌آزاده، محمدرضا، و محمد حسینی بحرینی. «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران از شاخص‌های امنیت اقتصادی (۱۳۵۸-۱۳۷۹)»، *نامه مفید* ۱، شماره ۳۸ (۱۳۸۲): ۱۵۹-۱۹۲.
- شیرمردگوروانی، روح‌الله، فاطمه جهانگرد، و سید مرتضی خانی هولاری. «بررسی اثرات آزادسازی مالی و تجاری بر توسعه مالی (رویکرد مقایسه‌های بین کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته)»، (کنفرانس بین‌المللی و آنلاین اقتصاد سبز، تهران، ۱۳۹۳).
- عزتی، مرتضی، لطفعلی عاقلی، و وجیهه کرمی. «ارزیابی اثر عوامل نهادی و سیاسی بر توسعه مالی در کشورهای اسلامی منتخب»، *پژوهش‌های برنامه و توسعه* ۱، شماره ۲ (۱۳۹۹): ۳۵-۶۰.
- عزیزی، زهرا، آسیه براری، و علی احمدپور کچو. «تأثیر شاخص‌های کیفیت نهادی بر توسعه مالی (مطالعه موردی: کشورهای درحال توسعه منطقه اوراسیا)»، *مطالعات و سیاست‌های اقتصادی* ۸، شماره ۱ (۱۴۰۰): ۲۵۱-۲۷۸.
- غفاری، هادی. *نظام اقتصادی صدر اسلام*. تهران: انتشارات دانشگاه پیام نور، ۱۳۸۳.

تأثیرات غیرخطی عوامل نهادی بر توسعه مالی... / سرفراز محمدیار و ... ۲۷۱

کریمی، محمدشریف، مریم حیدریان، و معصومه دورباش. «بررسی ارتباط و تأثیر شاخص‌های حکمران خوب بر رشد اقتصادی در ایران با رویکرد تصحیح خطای برداری»، *جامعه‌شناسی اقتصادی و توسعه* ۶، شماره ۳ (۱۳۹۶): ۱۲۷-۱۵۵.

کشاورز حداد، غلامرضا، و هادی حیدری. «بررسی تأثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل‌های عمومی FAGARCH و MSM)»، *فصلنامه تحقیقات اقتصادی* ۴۶، شماره ۱ (۱۳۸۹): ۱۱۱-۱۳۶.

ب- منابع لاتین:

- Abdullahi, D. "Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment." *Economic Modelling* 3, no. 30 (2013): 261-273.
- Adeusi, S. O., and O. A. Aluko. "Relevance of Financial Sector Development on Real Sector Productivity: 21st Century Evidence from Nigerian Industrial Sector." *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences* 5, no. 6 (2015): 118-132.
- Alraheb, T. H., Ch. Nicolas, and A. Tarazi. "Institutional environment and bank capital ratios." *Journal of Financial Stability* 1, no. 43 (2019): 1-24.
- Asiama, J., and H. Mobolaji. "Trade and Financial Openness, Institutional Quality, and Financial Development in Sub-Sahara Africa (SSA)." (International Conference on International Trade and Investment, Mauritius, 2011).
- AsifKhan, M., M. AtifKhan, M. Elyas Abdulahiad, I. Liaqat, and S. S. HussainShaha. "Institutional Quality and Financial Development: The United States Perspective." *Journal of Multinational Financial Management* 1, no. 49 (2019): 67-80.
- Balcerzak, A. P., and M. B. Pietrzak. "Quality of Institutions and Total Factor Productivity in the European Union." *Statistics in Transition* 17, no. 3 (2016): 497-514.
- Butkiewicz, L., and L. Yanikkaya. "Institutional quality and economic growth: maintenance of the rule of law or democratic institutions, or both." *Journal of Economic modeling* 4, no. 23 (2006): 648- 661.
- Cheona, S., D. E. Dowallb, and D. W. Songc. "Evaluating Impacts of Institutional Reforms on Port Efficiency Changes: Ownership, Corporate Structure, and Total Factor Productivity Changes of World Container Ports." *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* 4, no. 46 (2010): 546-561.
- Fallahi, F., and G. Rodriguez. "Using Markov-Switching Model to Identify the Link between Unemployment and Criminality." *Working Paper* (2007).

- Foster, N., J. Pöschl, and S. Stehrer. "Manufacturing Productivity: Effects of Institutions and Service Sector Innovations." *The Vienna Institute for International Economic Studies* 1, no. 3 (2012): 1-16.
- Freedom House. "Freedom in the World." Accessed September 11. 2014. <http://freedomhouse.org/ratings/index.html>.
- Gazdar, K., and M. Cherif. "The Quality of Institutions and Financial Development in MENA Countries: an Empirical Investigation." *Risk governance & control: financial markets & institutions* 7, no. 4 (2014): 65-80.
- Hall, E., and I. Charles. "Why Do Some Countries Produce So much more Output per Worker than others." *Quarterly Journal of Economics* 1, no. 114 (1999): 83-116.
- Masron, T. A. "Promoting Intra-ASEAN FDI: The Role of AFTA and AIA." *Economic Modelling* 3, no. 31 (2013): 43-48.
- Matemilola, B. T., A. N. Bany-Ariffin, W. N.W. Azman-Saini, and M. N. Annuar. "Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing Countries." *Emerging Markets Review* 1, no. 39 (2019): 175-209.
- Muye, I. M., and I. Y. Muye. "Testing for causality among globalization, institution and financial development: Further evidence from three economic blocs." *Borsa Istanbul Review* 17, no. 2 (2017): 117-132.
- Procházková, P., and K. Čermáková. "Influence of Selected Institutional Factors on the Economic Growth: Case Open Markets." *Procedia Economics and Finance* 1, no. 30 (2015): 702-709.
- Tavares J. "Economic integration and the comovement of stock returns." *Economics Letters* 1, no. 103 (2009): 65-67.
- Touil, M., and Ch. Mamoghli. "Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region." *Borsa Istanbul Review* 1, no. 16 (2020): 1-23.
- World Bank. "World Development Indicators." Accessed December 29. 2021. <http://www.worldbank.org/data/onlinebases.html>.
- Zghidi N., and Z. Abida. "Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in North African Countries." *The Romanian Economic Journal* 5, no. 53 (2014): 91-120.