



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال چهارم / شماره پانزدهم / پاییز ۱۳۹۴

## تحلیل مقایسه‌ای تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب\*

احمد گوگردچیان

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

سعید فتحی

دانشیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

هادی امیری

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

نسرین سعیدی ورنامخواستی

دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه اصفهان (مسئول مکاتبات)

saedi\_n67@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۲۸

### چکیده

بورس اوراق بهادار، بازار متشکل و رسمی سرمایه است که نقش موثری در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای، به منظور تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت دارد. سطح توسعه بازارهای مالی به ویژه بازار سهام و تاثیر آن بر تامین مالی شرکت‌ها تاثیر شگرفی بر رشد اقتصادی به جای می‌گذارد. عوامل تعیین کننده اصلی توسعه مالی شامل منشا حقوقی، نهادها، سیاست‌های باز اقتصادی و عوامل سیاسی است. در این میان، عوامل سیاسی منبع مهمی هستند که از سیاست‌ها و چارچوب‌های اجرا شده قانونی و نهادی نشأت گرفته و بر توسعه سیستم مالی موثر هستند. در حقیقت، چارچوب اقتصاد سیاسی پویا نشان می‌دهد نهادهای اقتصادی و سنت‌های قانونی در جهت رشد اقتصادی و همچنین توسعه مالی تاثیر گذارند.

این مقاله ضمن تبیین مفهوم ریسک سیاسی و ارتباط نظری آن با توسعه مالی، به تحلیل مقایسه‌ای تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب برای دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۱ می‌پردازد. این ارزیابی با استفاده از مدل تعدیل یافته یارته (۲۰۰۸)، روش تحلیل عاملی جهت ترکیب متغیرهای عمق و عرض بازار سهام و ایجاد شاخص‌های توسعه بازار سهام و تکنیک پانل پویا مبتنی بر روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) انجام گردیده است.

\* این مقاله مستخرج از پایان‌نامه کارشناسی ارشد نسرین سعیدی ورنامخواستی است.

نتایج به دست آمده نشان می‌دهد ریسک سیاسی بر عمق و عرض بازار سهام کشورهای منتخب تاثیر معناداری دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ریسک سیاسی در کشورهای توسعه یافته تاثیر بیشتری بر شاخص های توسعه بازار سهام در این کشورها نسبت به کشورهای در حال توسعه دارد.

**واژه‌های کلیدی:** توسعه مالی، ریسک سیاسی، روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM).

#### ۱- مقدمه

یکی از عواملی که در جهت دستیابی به رشد اقتصادی نقش اساسی ایفا می‌کند، توسعه مالی هر کشور است. کشورهایی که از بازار سهام توسعه یافته تری برخوردارند اقتصاد آن‌ها توانایی تجربه رشد های بالاتر اقتصادی را داشته و در مسیر رشد اقتصادی سریع تری قرار دارند. رشد قابل توجه بازار های سرمایه در سرتاسر دنیا در طول دو دهه اخیر و یکپارچگی روز افزون آنها این ضرورت را برای دولت‌ها ایجاد کرده تا توسعه بازار های سهام داخلی را در اولویت کارهای خود قرار دهند (فتحی و عسگرنژادنوری، ۱۳۸۸). توسعه مالی به مفهوم توسعه بازار های مالی با شاخص‌های مختلفی سنجیده می‌شود، استفاده از شاخص واحد برای اندازه گیری توسعه بازار و رتبه بندی کشورها بر اساس آن، دید یک جانبه و محدود ایجاد می‌کند. لذا هدف اصلی آن است که کشورها با توجه به شاخص های مختلف که در بردارنده وجوه متفاوتی از توسعه بازار است رتبه بندی شوند. میلر<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) توسعه بورس اوراق بهادار را از طریق سه مشخصه اصلی عمق، عرض و خبرگی توصیف می‌کند. مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقد شوندگی بورس اوراق بهادار دارد. عرض هم به معنی تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکت های بزرگ و کوچک، انواع شرکت‌ها از بخش های مختلف صنعت و خارجیان می‌باشد. خبرگی نیز بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد.

عوامل بسیاری در تعیین سطح توسعه مالی (توسعه بازار مالی) کشورها دخالت دارند، این عوامل عبارتند از: عوامل تاریخی شامل مولفه های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی و عوامل سیاستی شامل محیط سیاسی و اقتصاد کلان، زیر ساخت های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت، رقابت و کارایی، آزاد سازی مالی و تسهیل دسترسی به خدمات مالی و غیره (جهانگرد و علی عسگری، ۱۳۹۰).

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تاثیر پذیری از مسایل سیاسی است. تغییرات سیاسی در بدنه حاکمیت از آنجا که تغییراتی در دیدگاه‌های اقتصادی در پی دارد تاثیر ملموس و سریعی بر بورس اوراق بهادار می‌گذارد. در هر کشوری که از دیدگاه سرمایه‌گذاران مقدار ریسک در حد غیر قابل قبولی زیاد باشد، هیچ ترفند مالی برای جلب سرمایه موفق نخواهد شد. امروزه اقتصاد و جامعه جهانی همانند گذشته با سطح قابل توجهی از ریسک‌های سیاسی روبه روست، اما آنچه بدیهی است این است که ماهیت این ریسک‌ها تغییر شکل داده و هم اکنون ریسک سیاسی یک پدیده بسیار پیچیده و چند بعدی است. لذا پژوهش حاضر که به بررسی تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بورس اوراق بهادار در کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه، و مقایسه

این اثر در دو گروه کشورها است، اهمیت می‌یابد. منظور از کشورهای منتخب کشورهایی است که بورس اوراق بهادار آنها در فدراسیون جهانی بورس (WFE)<sup>۲</sup> عضویت دارند و بازارهای مالی فعالی دارند. در این پژوهش این کشورها به دو دسته در حال توسعه شامل: ایران، چین، مالزی، اندونزی، هند، کره، فیلیپین، ترکیه، تایلند و هنگ کنگ و کشورهای توسعه یافته شامل: نیوزیلند، ژاپن، آمریکا، انگلستان، استرالیا، مکزیک، یونان، سوئیس، ایرلند و سنگاپور تقسیم می‌شوند.

در این مقاله، تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه‌ی بازار سهام کشورهای منتخب با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته<sup>۳</sup> (GMM) مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مفهوم توسعه مالی

توسعه مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن ارائه خدمات مالی توسط موسسات مالی افزایش می‌یابد و همه‌ی افراد جامعه از یک انتخاب وسیعی از خدمات مالی بهره‌مند می‌شوند. در ادبیات اقتصاد مالی از واژه‌های دیگری مانند تعمیق مالی نیز برای نشان دادن توسعه مالی استفاده شده است. در فرهنگ‌نامه مفاهیم پولی و بانکی (خلعتبری، ۱۳۷۱) تعمیق مالی مترادف با تعمیق دارایی‌های مالی دانسته شده و این گونه تعریف شده است " به حالتی گفته می‌شود که سرعت افزایش دارایی‌های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی‌های غیر مالی باشد. در این حالت نسبت دارایی‌های مالی به دارایی‌های غیر مالی رو به افزایش می‌گذارد".

ادبیات گذشته، توسعه مالی کشورها را براساس اینکه چطور سرمایه اضافی کارآمد و موثر یا پس‌اندازها می‌تواند برای اهداف سیاست‌گذاری استفاده شود، با توجه به انتخاب متغیرهای توسعه مالی شامل اندازه بازارهای مالی، تنوع ابزارهای مالی، کامل بودن مقررات و نهادهای مالی و عملکرد بازارهای مالی تعریف می‌کند (سوو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). برخی محققان نیز توسعه مالی را به عنوان نوآوری و پیشرفت‌های مرتبط شده به بازارهای مالی تعریف می‌کنند (دوروسی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹) - (کار و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱).

### ۲-۲- شاخص توسعه مالی

توسعه مالی به مفهوم توسعه بازارهای مالی، شامل بازار پول و بازار سرمایه، با شاخص‌های مختلفی سنجیده می‌شود. در حقیقت، ساخت شاخص‌هایی که مبین خدمات داده شده از سوی سیستم مالی است، کار ساده‌ای نیست، چرا که خدمات ارائه شده از سوی بخش مالی گسترده و متنوع است و نیز عواملی که این خدمات را ارائه می‌دهند، نیز ناهمگن هستند (بانک‌ها، بازار اوراق بهادار و شرکت‌های بیمه). در ادبیات مربوطه، مطالعات زیادی وجود دارد که روی اندازه‌گیری مسایل مرتبط با توسعه مالی به طور عام و توسعه بازار سهام به طور خاص متمرکز شده‌اند. بک و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) شاخص‌های مورد استفاده به طور عادی از اندازه بازار سهام به عنوان: نسبت ارزش بازار سهام در درصدی از GDP، شاخص‌های فعالیت به عنوان نسبت ارزش کل مبادلات در بازار سهام در درصدی از GDP و شاخص‌های بهره‌وری به عنوان نسبت حجم معاملات در بازار سهام، را فهرست

کردند. در این گروه از موارد پیشنهاد شده برای توسعه بازار سهام، ارزش بازار به صورت درصدی از GDP بیشتر مورد استفاده واقع شده است. در ذیل چند نمونه از مطالعاتی که از این معیار اندازه‌گیری برای مقایسه کشورهای مختلف استفاده کرده‌اند معرفی شده‌اند:

(بک و دمیرگوچ-کونت<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹) - (ناریان و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۱) - (وانگ و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۱) - (چیپهاک و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲) - (باراجاس و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۳) - (بک و همکاران، ۲۰۱۳).

در صورتی که عمق، عرض و خبرگی بازار به عنوان اجزای توسعه بازار سرمایه مورد ارزیابی قرار گیرند، به ناچار باید شاخص‌هایی را برای آنها تعریف کرد. بر این اساس به معرفی شاخص‌هایی از توسعه بازار پرداخته می‌شود که توسط نهادها و سازمان‌های بین‌المللی مختلف منتشر شده است. به بیان دیگر، استفاده از شاخص واحد برای اندازه‌گیری توسعه بازار و رتبه‌بندی کشورها بر اساس آن، دید یک جانبه و محدود ایجاد می‌کند، لذا هدف اصلی آن است که کشورها با توجه به شاخص‌های مختلف که در بردارنده وجوه متفاوتی از توسعه بازار است رتبه بندی شوند. میلر (۲۰۰۲) توسعه بورس اوراق بهادار را از طریق سه مشخصه اصلی توصیف می‌کند. این مشخصه‌ها عبارتند از عمق، عرض و خبرگی که در ذیل به توضیح هر یک از این شاخص‌ها پرداخته خواهد شد.

#### الف) عمق

مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقدشوندگی بورس اوراق بهادار دارد. اندازه بازار مهم است زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و متنوع سازی ریسک همبستگی مثبت دارد (دمیرگوچ-کونت و لوین<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۵). به عقیده پاگانو<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۳)، با افزایش اندازه بازار، توانایی آن برای کاهش ریسک افزایش خواهد یافت. ریسک بازار دو مولفه دارد: اولین مولفه ریسک نقدشوندگی بازار است که به معنی تغییر قیمت در جهت مخالف در واکنش یا پاسخ به سفارش خرید یا فروش است. دومین مولفه ریسک مرتبط با شوکهای تقاضای ناهمبسته<sup>۱۵</sup> است. پاگانو نشان می‌دهد که ریسک نقدشوندگی بازار و شوکهای تقاضای ناهمبسته با افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان بازار کاهش خواهد یافت. نشانه‌های عمق بازار می‌تواند توسط انواع مختلف معیارها شامل سرمایه بازار، حجم معاملات، نسبت گردش و تعداد شرکت‌های به ثبت رسیده یا پذیرفته شده در بازارهای سهام اندازه‌گیری شود.

#### ب) عرض

عرض به معنی تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکت‌های بزرگ و کوچک، انواع شرکت‌ها از بخش‌های مختلف صنعت و خارجیان می‌باشد. عرض، ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می‌کند (که به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد) و شرکت‌های کوچکتر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکت‌های بزرگتر در بازار موجود نبود. اندازه‌گیری بعضی از ابعاد عرض بازار مشکل بوده و اطلاعات نیز به ندرت جمع‌آوری و گزارش می‌شوند. معیارهای قابل استفاده شامل: نرخ تمرکز ده شرکت برتر بازار، متوسط اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه، ترکیب بخشی و نرخ قابلیت سرمایه‌گذاری.

### ج) خبرگی

خبرگی نیز بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در بازار حضور دارند، متوسط هزینه فناوری‌های پیچیده معاملاتی کاهش می‌یابد و شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری در بازار برای انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد که مختص برخی از بازارهای کوچک می‌باشد، می‌تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته یا برعکس به دلیل اجرای ناکارآمد برنامه‌های خصوصی سازی و در نتیجه مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد. خبرگی همچنین تابعی از روش‌های پرداخت (بدهی)، قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، مالیات و دیگر هزینه‌های معاملاتی و کارایی بازار می‌باشد. کمی‌کردن خبرگی بازار مشکل می‌باشد. با این حال رقابت‌مندی جهانی یکی از شاخص‌های خبرگی بازار است. در گزارش رقابت‌مندی جهانی<sup>۱۶</sup> که هر ساله توسط مجمع اقتصاد جهانی<sup>۱۷</sup> منتشر می‌شود، خبرگی بازارهای بازارهای مالی به عنوان یکی از شاخص‌های رقابت‌مندی جهانی با ۸ شاخص سنجیده می‌شود که این شاخصها عبارتند از: سهولت دسترسی به وام‌ها<sup>۱۸</sup>، تامین مالی از طریق بازار دارایی محلی<sup>۱۹</sup>، ریسک آمادگی سرمایه<sup>۲۰</sup>، محدودیت بر گردش سرمایه<sup>۲۱</sup>، میزان حمایت از سرمایه‌گذار<sup>۲۲</sup>، میزان اطمینان به بانک‌ها<sup>۲۳</sup>، قوانین معاملات اوراق بهادار<sup>۲۴</sup>، شاخص حقوق قانونی<sup>۲۵</sup>. متأسفانه در این گزارش کشور ایران از نظر این شاخصها مورد بررسی قرار نگرفته است.

### ۲-۳- ریسک سیاسی

امروزه جامعه تجارت جهانی همانند گذشته با سطح قابل توجهی از ریسک‌های سیاسی روبه‌روست اما آنچه بدیهی است این موضوع است که ماهیت این ریسک‌ها تغییر شکل داده و هم‌اکنون ریسک سیاسی یک پدیده بسیار پیچیده و چند بعدی است که جامعه تجارت جهانی را به ویژه در مورد ارزیابی دقیق و مدیریت آن به شدت به چالش کشیده است (جکوبسن<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۰). ریسک سیاسی به دنبال تکامل تدریجی تئوری اقتصادی در اوایل قرن بیستم در بیشتر کشورهای صنعتی دنیا، از رویدادهای سیاسی و شرایط نامطلوب در امور بین‌المللی به وجود آمد. جنگ‌ها، درگیری‌های داخلی و حملات تروریستی خارجی همگی برای ایجاد بی‌ثباتی سیاسی پیش نیاز هستند. ریسک سیاسی اشاره به تغییر داشته و تغییر، اغلب توسط دولت ایجاد می‌شود که به شکل‌گیری مجدد محیط کسب و کار در یک کشور منجر می‌شود. این ریسک از طریق ثبات دولت، مقدار استقلال قوه قضایی و اعتبار یک سیستم قانونی درک شده است. بر طبق نظر اگمنت<sup>۲۷</sup> ریسک سیاسی به عنوان تغییرات غیرمنتظره در عوامل تولید، داد و ستد کالا و خدمات ناشی از اقدامات و واکنش‌های دولت تعریف شده است (زورگوی<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۱). موسسات و سازمان‌های مختلفی در سطح جهان وجود دارند که ریسک و اعتبار یک کشور را اندازه می‌گیرند. از جمله معتبرترین این موسسات می‌توان به موسسات فیچ<sup>۲۹</sup>، اکونومیست<sup>۳۰</sup>، یورومانی<sup>۳۱</sup> اشاره کرد. اما یکی از کامل‌ترین طبقه‌بندی‌ها برای اندازه‌گیری ریسک کشوری، طبقه‌بندی ارائه شده توسط آنکتاد است. بر اساس این طبقه‌بندی ریسک کشوری مجموعه‌ای از ۲۲ شاخص و در سه مقوله اصلی ریسک سیاسی، ریسک مالی و ریسک اقتصادی تعریف می‌شود. رتبه ریسک سیاسی شامل ۱۲ متغیر مناقشات خارجی، نمایه

سرمایه‌گذاری، ثبات دولت، مناقشات داخلی، شرایط اقتصادی اجتماعی، فساد، پاسخ‌گویی دموکراتیک، تنش‌های قومی، حاکمیت و قانون، نظامی‌گری، تنش‌های مذهبی، کیفیت بروکراسی است.

#### ۲-۴- ریسک سیاسی و توسعه بازار سهام

این جالب و با اهمیت است که توجه شود چگونه وقتی خبرها از سوی کشورهای مختلف اعلام می‌شوند و در نهایت به سمت بازارهای سهام و کالا حرکت می‌کنند، ریسک سیاسی سبب نوسانات بزرگی در تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شود. به همین دلیل سرمایه‌گذاران درباره تغییرات در محیط سرمایه‌گذاری به دلیل سیاست‌های محلی و جهانی خیلی نگران هستند. مطالعات نشان می‌دهد که عوامل تعیین‌کننده اصلی توسعه مالی شامل منشا حقوقی، نهادها، سیاست باز اقتصادی و عوامل سیاسی است. در میان این عوامل تعیین‌کننده، عوامل سیاسی منبع مهمی هستند که از سیاست‌ها و چارچوب‌های اجرا شده قانونی و نهادی نشأت گرفته و بر توسعه سیستم مالی تأثیرگذار هستند. در حقیقت، چارچوب اقتصاد سیاسی پویا نشان می‌دهد نهادهای اقتصادی و سنت‌های قانونی در جهت رشد اقتصادی و همچنین توسعه مالی تأثیر می‌گذارند. اگرچه عملکرد خوب منشا قانونی به عنوان ابزار مناسبی برای ترویج و توسعه مالی است، ماهیت ایستای آنها تغییرات در توسعه مالی را توضیح نمی‌دهد. فشار سیاسی، که محیط قانونی را به تغییر بر اساس اراده سیاسی مجبور می‌کند، می‌تواند تا حدودی در مورد این تغییرات توضیح دهد (وقوعی و همکاران<sup>۳۲</sup>، ۲۰۱۳).

"نظری سنت حقوقی پویا" که توسط بک و همکاران (۲۰۰۱) پیشنهاد شده است، اقتصاد سیاسی را از سنت حقوقی به توسعه مالی پیوند می‌دهد. سیستم‌های حقوقی و قانونی، که حمایت از حقوق مالکیت، شیوه‌های حسابداری خوب، اجرای قراردادهای و عملکرد اعتباردهندگان و سهامداران را ترکیب می‌کنند به عنوان عامل مهم برای توسعه مالی شناخته شده است. به طرز محسوس تری، لا پورتا و همکاران<sup>۳۳</sup> (۱۹۹۸) در "قانون و امور مالی" خود به نقش سیستم قانونی در رشد و پرورش بخش مالی که در آن حقوق قانونی و مکانیسم‌های اجرایی هر دو بازارهای مالی و واسطه‌ها را تسهیل می‌کنند، اشاره کرده‌اند.

بنابراین، بر اساس دیدگاه حقوقی و مالی پویا بک و همکاران (۲۰۰۱) سنت‌های قانونی از لحاظ توانایی خود برای انطباق با شرایط در حال تغییر متفاوت هستند. انعطاف‌پذیری در انطباق می‌تواند به طور قابل توجهی توسعه مالی را تحت تأثیر قرار دهد. همانطوری که بک و همکاران (۲۰۰۱) تأکید کردند سنت‌های قانونی که به سرعت وفق می‌یابند، می‌توانند بر به حداقل رساندن فاصله بین نیازهای اقتصاد و قابلیت‌های سیستم قانونی تأثیر بیشتری داشته و بر ترویج توسعه مالی نسبت به سنت‌های قانونی سفت و سخت تر، موثر باشند. در زیر تأثیر برخی از شاخص‌های ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام ارائه شده است:

#### الف) بی‌ثباتی دولت و توسعه

خشونت‌های سیاسی شدید (مثل جنگ داخلی، تروریسم، اختلاف قومی و نژادی، کودتا، فروپاشی سیستماتیک) می‌توانند اثرات منفی عمیقی بر سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی (مستقیم و غیر مستقیم) داشته باشند. محیط کسب و کار تحت تأثیر اخبار سیاسی مثل انتخابات، فساد دولتی، اختلافات کارگری، اصلاحات

نهادی و تغییر در سیاست عمومی قرار می‌گیرد. بنابراین در یک استدلال مشابه می‌توان اضافه نمود که بی‌ثباتی سیاسی همچنین بر توسعه بازار سهام تأثیر می‌گذارد، زیرا عدم اطمینان سیاسی که تأثیر منفی روی تصمیمات اقتصادی تولیدی دارد را افزایش می‌دهد. احتمال تغییر دولت بر سیاست‌های نامعلوم آینده دلالت می‌کند، به طوری که عوامل اقتصادی ریسک‌گریز ممکن است از گرفتن تصمیمات اقتصادی مهم دوری کنند، یا ممکن است اقتصاد خارج شوند و ترجیح دهند در خارج از کشور سرمایه‌گذاری کنند (دیمیتریوس<sup>۳۴</sup>، ۲۰۰۰).

#### ب) حاکمیت قانون و توسعه

توسعه بازارها اساساً یک چالش حقوقی است. بازارها در خلا به وجود نمی‌آیند بلکه توسط شبکه پیچیده‌ای از زیر ساخت‌های نهادی حمایت می‌شوند. قانون و نهادهای خوب بازارها را تقویت می‌کنند چرا که هر مبادله‌ای در بازار نیازمند ساختاری قانونی است که متضمن به رسمیت شناختن حقوق مالکیت خریداران و فروشندگان - باشد. همچنین وجود سازو کارهای اجرای قراردادها از جمله قوانین صریح قابل پیش‌بینی، شفافیت در روش‌ها و اجرای بی‌طرفانه قوانین نیز برای توسعه بازارها ضروری است. بازارهای سرمایه نیز نقش اساسی در توسعه اقتصادی جوامع ایفا می‌کنند. در سراسر دنیا بازاریابی سهام تبدیل به یک منبع بزرگ تامین مالی خارجی برای بخش شرکتی شده است و شرکت‌های بزرگ از این طریق می‌توانند سرمایه زیادی به دست آورند و ضمناً ریسک‌های موجود را بین سهامداران بیشتری پخش کنند. قانون باید بتواند ابزارهایی برای به اشتراک گذاشتن ریسک، خصوصاً برای سهامداران کوچک در مقابل سهامداران بزرگ ارائه دهد (لوبنا<sup>۳۵</sup>، ۲۰۱۰، ص ۶).

#### ج) فساد و توسعه

فساد به عنوان معاملات غیر قانونی بین بازار و بازار سیاسی/اداری و اقتصادی تعریف شده است. فساد تخلف از استاندارد های عمومی قانونی و قومی، قربانی کردن منافع عمومی به خاطر منافع شخصی است. بولگوریان (۲۰۱۱) به بررسی فرضیه وجود وابستگی قدرت قانونی بین سطح فساد و توسعه بازار سهام در کشورهای مختلف پرداخت. یافته‌های وی از یک طرف، یک رابطه مستقیم بین توسعه سیستم‌های مالی و سطح شفافیت اقتصادی را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، این یافته‌ها به طور غیرمستقیم پیشنهادات مهمی درباره رشد اقتصادی را فراهم می‌کنند. اگرچه تعامل فساد و سیستم مالی به منظور ترویج رشد اقتصادی بسیار پیچیده است، در نگاه اول می‌توان گفت تنها در صورتی که فساد تحت کنترل است توسعه سیستم مالی رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این وضعیت به صراحت نشان می‌دهد که این دو عامل مکمل می‌باشند..

#### د) دموکراسی و توسعه بازار سهام

با توجه به دیدگاه رد ریک<sup>۳۶</sup> (۱۹۹۹) نهادهای مشارکتی و دموکراتیک تأثیر منفی شوک‌های خارجی بر رشد اقتصادی را کاهش می‌دهند. دموکراسی نیز از طریق حمایت بهتر از حقوق مالکیت و آزادی، ابتکار عمل در تشویق و حتی حمایت از پس‌اندازهای اعضای ثروتمند جامعه، رشد اقتصادی را توسعه می‌دهد. با این حال تحقیقات علمی کمی رفتار بازار سهام در عدم اطمینان سیاسی پایدار ایجاد شده توسط اختلافات کنگره را بررسی کرده‌اند. براساس موارد فوق، حوادث مختلف سیاسی به طور قابل توجهی بر رفتار بازار سهام تأثیر می‌گذارند. مایکلسون<sup>۳۷</sup> (۱۹۹۳) نشان داد زمانی که کنگره آمریکا در تعطیلات است و زمانی که کنگره

حزب دموکرات و رئیس جمهور دموکرات در قدرت هستند، سرمایه‌گذاران انتظار بازدهی بالاتر بازار سهام را دارند. لامب و همکاران<sup>۳۸</sup> (۱۹۹۷) نشان دادند که متوسط بازده روزانه وقتی که کنگره آمریکا در تعطیلات است تقریباً بیشتر از زمانی است که کنگره در جلسه است. با این حال آنها صرفاً درباره بازدهی سهام به عنوان نتیجه نادیده گرفتن شوک‌های غیر منتظره از تاثیر سیاسی منعکس شده توسط نوسانات سهام اشاره کردند.

## ۲-۵- پیشینه پژوهش

سولمن<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان "پویایی‌های نرخ ریسک سیاسی بر نوسانات بازار سهام" به بررسی واکنش بازار سهام نسبت به تغییرات ریسک سیاسی که توسط راهنمای ریسک بین‌المللی کشوری<sup>۴۰</sup> کمی شده است، با استفاده از داده‌های ماهانه ۷۴ بازار سهام توسعه یافته و در حال توسعه برای دوره ۱۹۸۴ تا ۲۰۱۲ پرداخت. نتایج این مطالعه نشان داد همانطور که ریسک سیاسی افزایش می‌یابد بازدهی سهام کاهش پیدا می‌کند و بر عکس. اما این تاثیر به گونه‌ای است که با افزایش نوسانات ریسک سیاسی نوسانات اکثر بازارهای نوظهور بیشتر از بازارهای توسعه یافته بوده است.

چریف و گزدر (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان "عوامل اقتصاد کلان و نهادی تعیین کننده توسعه بازار سهام در کشورهای حوزه منا" با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور خاورمیانه و شمال آفریقا در طول دوره ۲۰۰۷-۱۹۹۰ به بررسی تاثیر محیط کلان اقتصادی و کیفیت نهادی بر توسعه بازار سهام پرداخته‌اند. این پژوهشگران با استفاده از دو روش داده‌های تابلویی و متغیر ابزاری به این نتایج دست یافتند که سطح درآمد، نرخ پس انداز، نقدینگی بازار سهام و نرخ بهره بر توسعه بازار سهام تاثیر می‌گذارند. نتایج همچنین نشان داد که بخش مالی و بانکی مکمل یکدیگر هستند. همچنین محیط نهادی که با شاخص ترکیبی ریسک سیاسی نشان داده شده است به عنوان نیروی محرکه‌ای در ارزش گذاری بازار سهام ظاهر می‌شود.

ویجا یاکومار و همکاران (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان "سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و ریسک کشوری" به ارزیابی اثرات رتبه بندی ریسک کشوری بر جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی پرداخته‌اند. آن‌ها شاخص‌های ریسک کشوری معرفی شده توسط موسسه یورومانی را برای ۱۰۰ کشور و دوره زمانی ۱۰ ساله (۱۹۹۰-۱۹۹۹) در نظر گرفته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که رتبه بندی ریسک کشوری، اثر معناداری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی داشته است.

لاو و حبیب الله (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "عوامل تعیین کننده توسعه مالی: نهادها، آزاد سازی مالی و تجاری" به بررسی تاثیرات کیفیت نهادی، باز بودن تجاری و آزاد سازی مالی روی توسعه بازار مالی پرداخته‌اند. آن‌ها از داده‌های ۲۷ کشور در طول دوره زمانی ۲۰۰۱-۱۹۸۰ استفاده کرده‌اند. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی این مطالعه نشان می‌دهد که درآمد سرانه واقعی و کیفیت نهادی، عوامل تعیین کننده معناداری بر توسعه بخش بانکی و توسعه بازار سرمایه بوده است. باز بودن تجارت در ارتقای توسعه بازار سرمایه نیز موثر بوده است. همچنین نتایج تجربی نشان می‌دهد که اصلاحات بخش مالی داخلی تمایل به ترویج و توسعه بخش بانکی دارد در حالی که آزاد سازی بازار سهام در توسعه بازار سهام نقش داشته است.



فتحی و کبیری پور (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تاثیرات آن بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی" به ارزیابی تاثیرات ریسک سیاسی بر جریان های ورودی سرمایه گذاری مستقیم خارجی پرداخته و ابعاد گوناگون آن را از زوایای مختلف مورد توجه قرار داده اند. به واسطه رابطه تنگاتنگ ریسک سیاسی با سرمایه گذاری، و به دلیل گستردگی ابعاد و منابع آن، مطالعات به تنها چهار منبع ریسک سیاسی شامل؛ سیاست ها، نظام مالیاتی، فساد و تنش های سیاسی محدود شد. نتایج نشان داد که از میان چهار منبع فوق، به جز فساد که تاثیرات چندانی معنی داری بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی ندارد، سایر عوامل، جریان های سرمایه گذاری مستقیم خارجی را به شدت تحت تاثیر قرار می دهند. با توجه به موارد فوق، دولت ها به ویژه در کشورهای در حال توسعه، باید تاثیرات هر یک از این عوامل را بر جریان های سرمایه گذاری مستقیم خارجی مورد توجه قرار داده و با ایجاد محیطی مطلوب، مقدمات جذب شرکت ها و سرمایه گذاران خارجی را ایجاد نمایند.

کشاوری حداد و تیموری (۱۳۹۰) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی تاثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل های عمومی FAGARCH و MSM)" به بررسی تاثیر انتخابات و اخبار سیاسی پس از انتخابات ریاست جمهوری بر نوسانات بازدهی بازار سهام تهران به عنوان شوک سیاسی می پردازند. این بررسی بر اساس دو دسته ی عمومی GARCH (FIEGARCH, EGARCH, GARCH) و جابه جایی مارکف MSM برای داده های شاخص اصلی قیمت و داده های حجم معاملاتی بازار سهام تهران انجام شده است. داده های سری زمانی به کار گرفته شده از هفت ماه قبل از انتخابات ریاست جمهوری ۱۳۸۴ تا هفت ماه پس از انتخابات است. مقادیر برآزش شده هر دو مدل افزایش تلاطم را در بازار سهام برای داده های بازدهی در زمان انتخابات و پس از آن را تایید می کند. نتایج به دست آمده از تخمین مدل FIEGARCH نشان می دهد، وقایع پس از انتخابات و انتخابات ریاست جمهوری ۱۳۸۴ به عنوان شوک های سیاسی بر تلاطم بازار سهام موثر بوده است. معنادار بودن متغیر های برون زا تایید می کند که پس از انتخابات و با به قدرت رسیدن رئیس جمهور جدید با توجه به روند نزولی قیمت ها، بازار با تشکیل صف فروش و افزایش تلاطم مواجه بوده است.

فتحی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان "تبیین توسعه ساختار بازار اوراق بهادار" به بررسی اثر متغیر های کلان اقتصادی بر توسعه بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۶۸-۱۳۷۷ پرداخته اند. بدین منظور درآمد ملی، نرخ سرمایه گذاری، سطح توسعه موسسات مالی واسطه و بی ثباتی اقتصاد کلان به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی و عمق و عرض به عنوان شاخص های توسعه بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شده اند. نتایج تخمین نشان می دهد که درآمد ملی و نرخ سرمایه گذاری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر مثبت و معنادار دارد. همچنین سطح توسعه موسسات مالی واسطه و بی ثباتی اقتصاد کلان به طور منفی و معنی داری بر عمق و عرض بورس اوراق بهادار اثر دارند. در توجیه نتایج به دست آمده می توان گفت که در ایران بخش بانکداری یا موسسات مالی واسطه در مقایسه با بورس اوراق بهادار با سرعت بیشتری توسعه یافته است و منابع مالی بیشتری از طریق این موسسات به سمت پروژه های سرمایه گذاری جریان یافته است.

مرور ادبیات علمی شواهدی فراهم می‌کند که نقش و کارکرد بازار سهام در تحقق اهداف کلان و سیاست‌های راهبردی کشور انکارناپذیر ساخته و مستمرا در حال افزایش و اثر گذارتر است به طوری که سنجش کارکرد بورس اوراق بهادار بر اقتصاد از موضوعات با اهمیت در این حوزه است و در تعادلی دینامیک با متغیرها و پارامترهای اقتصادی نظیر تورم، ذخیره قانونی، اعتبارات بانک‌ها و نهادهای پولی و همچنین شاخص‌های کلان اقتصادی می‌باشد. درک و شناخت این تعامل از سودمندی فراوانی برخوردار است که بر تحقق اهداف بازار سرمایه و به تبع آن بازار مالی اثر می‌گذارد (تقوی و شاهوردیانی، ۱۳۸۹، ص ۱۹۹). با توجه به مطالعات صورت گرفته، مشاهده می‌شود که پژوهش مستقلی در ارتباط با تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام با در نظر گرفتن ابعاد مختلف توسعه بازار سهام و عدم نگرش تک بعدی نسبت به شاخص‌های توسعه بازار سهام، صورت نگرفته است. لذا این مقاله به بررسی تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام و تحلیل مقایسه‌ای آن میان توسعه بازار سهام کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه می‌پردازد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

هدف این پژوهش، تحلیل مقایسه‌ای تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام است. بدین لحاظ مدل اولیه پژوهش به پیروی از یارتی<sup>۴۱</sup> (۲۰۰۸) برای بررسی تاثیر متغیرها و شاخص‌های تاثیر گذار بر توسعه بورس اوراق بهادار کشورهای منتخب به صورت زیر است:

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta Y_{it-1} + \beta M_{it} + \theta P_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن :

$Y$  = معیار توسعه بازار است که در حالت کلی با ارزش کل سرمایه بازار اندازه گیری می‌شود.

$M$  = ماتریسی از متغیرهای کلان اقتصادی موثر بر توسعه بازار مانند اعتبارات تخصیص یافته به بخش خصوصی ، سرمایه گذاری ناخالص داخلی ، ارزش داد و ستد (معامله) بازار سهام ، شاخص های معرف ثبات اقتصاد کلان (مانند تورم)، پس انداز ناخالص داخلی و... است.

$P$  = معرف شاخص ریسک سیاسی است. این شاخص از متغیرهایی مانند فساد، حاکمیت و قانون، پاسخ گویی دموکراتیک، کیفیت بوروکراتیک و... تشکیل شده است.

$Y_{it-1}$  = وقفه متغیر وابسته که به علت پویایی مدل GMM وارد شده است.

$\varepsilon_{it}$  نیز عامل اخلاص مدل است.

همان گونه که ذکر شد، نوآوری در این پژوهش عدم نگرش تک بعدی یارتی است. لذا در این پژوهش تاثیر متغیرهای مستقل مدل بر عمق (Depth) و عرض (Breath) بازار به عنوان شاخص های توسعه بازار سهام بر طبق پژوهش میلر (۲۰۰۲)، به صورت جداگانه بررسی می‌شود.

$$\text{Depth} = \alpha_i + \delta \text{Depth}_{it-1} + \beta M_{it} + \theta P_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Breath} = \alpha_i + \delta \text{Breath}_{it-1} + \beta M_{it} + \theta P_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

عمق بازار سهام با دو معیار سرمایه بازار و ارزش معاملات اندازه‌گیری می‌شود (میلر، ۲۰۰۲). که این متغیرها با تحلیل عاملی ترکیب و شاخص عمق بازار سهام اندازه‌گیری می‌شود. همچنین عرض بازار سهام با دو معیار متوسط اندازه شرکت‌های پذیرفته شده و نرخ تمرکز ده شرکت برتر بازار محاسبه می‌شود (میلر، ۲۰۰۲)، که با تحلیل عاملی عرض بازار سهام شاخص‌سازی می‌شود. ریسک سیاسی شامل ۱۲ متغیر مناقشات خارجی، نمایه سرمایه‌گذاری، ثبات دولت، مناقشات داخلی، شرایط اقتصادی اجتماعی، فساد، پاسخ‌گویی دموکراتیک، تنش‌های قومی، حاکمیت و قانون، نظامی‌گری، تنش‌های مذهبی و کیفیت بروکراسی است. این شاخص‌ها، بر اساس وزن‌های مختلف و به شرح جدول (۱) در شاخص رتبه ریسک سیاسی، مشارکت دارند.

جدول (۱): شاخص‌های رتبه ریسک سیاسی

نام شاخص	حداکثر امتیاز
متغیرمناقشات خارجی	۱۲
نمایه سرمایه‌گذاری	۱۲
ثبات دولت	۱۲
مناقشات داخلی	۱۲
شرایط اقتصادی اجتماعی	۱۲
فساد	۶
پاسخ‌گویی دموکراتیک	۶
تنش‌های قومی	۶
حاکمیت و قانون	۶
نظامی‌گری	۶
تنش‌های مذهبی	۶
کیفیت بروکراسی	۴

منبع، گروه PRS (<http://digital.lib.pdx.edu>)

از آنجا که این مطالعه به دنبال ارزیابی تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام است، به پیروی از فراهانی (۱۳۹۱) و به منظور مقایسه بهتر، تمامی شاخص‌ها هم‌وزن شده‌اند، به عبارت دیگر تمامی شاخص‌ها بر مبنای عدد ۱۰ با یکدیگر هم‌وزن شده‌اند. همچنین، توسعه بخش بانکداری، پس‌انداز ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به عنوان متغیرهای کنترل وارد مدل می‌شوند.

جهت آزمون فرضیه‌ها ابتدا از روش تحلیل عاملی برای ایجاد شاخص‌های عمق و عرض بازار سهام، و از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) جهت برآورد مدل‌های رگرسیونی استفاده می‌شود. تحلیل عاملی سعی در شناسایی متغیرهای اساسی یا عامل‌ها به منظور تبیین الگوی همبستگی بین متغیرهای مشاهده شده دارد. تحلیل عاملی نقش بسیار مهمی در شناسایی متغیرهای مکنون یا همان عامل‌ها از طریق متغیرهای مشاهده شده را دارد. عامل، متغیر جدیدی است که از طریق ترکیب خطی مقادیر اصلی متغیرهای مشاهده شده به صورت رابطه زیر برآورد می‌شود.

$$F_j = \sum W_{ji} X_i = W_{j1} X_1 + W_{j2} X_2 + \dots + W_{jp} X_p \quad (4)$$

در این رابطه  $X_i$  بیانگر متغیر نام،  $W_{ji}$  ضریب نمره عاملی متغیر نام و از نظر عامل زام،  $p$  تعداد متغیرها و  $F_j$  عامل زام است. تحلیل عاملی دارای کاربردهای متعددی شامل کاهش داده‌ها، شناسایی ساختار، سنجش اعتبار یک مقیاس یا شاخص و... است (سلیمانی، ۱۳۹۰، ص ۸۴).

در مدل‌هایی که متغیر وابسته با وقفه، سمت راست معادله وجود دارد به منظور تخمین معادله برآوردهای OLS از سازگاری لازم برخوردار نیست. بر این اساس روش‌های برآورد دو مرحله‌ای 2SLS یا GMM قابل استفاده است. بر اساس نظر ماتیس و سوستر<sup>۴۲</sup> برآورد 2SLS به دلیل انتخاب نادرست متغیرهای ابزاری، ضمن ایجاد واریانس‌های بزرگ برای ضرایب، عدم معنی داری آماری را نیز در پی دارد. بنابراین، روش گشتاور تعمیم یافته (GMM) توسط آرانو و باند<sup>۴۳</sup> برای حل این مشکل پیشنهاد شده است (مکیان و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۶۳). روش GMM پنل دیتای پویا هنگامی به کار می‌رود که تعداد متغیرهای برش مقطعی ( $N$ ) بیشتر از تعداد زمان و سال‌ها ( $T$ ) باشد ( $N > T$ ) که در این پژوهش نیز اینگونه است یعنی تعداد کشورها بیشتر از تعداد زمان است. به طور کلی مزایای روش GMM پویا نسبت به روش‌های دیگر، حل مشکل درون‌زا بودن متغیر وابسته، کاهش یا رفع هم خطی در مدل، حذف متغیرهای ثابت در طی زمان، افزایش بعد زمانی متغیرها می‌باشد (محمدی و ندیری، ۱۳۹۰، ص ۱۰).

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب تاثیر دارد.
- ۲) ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب تاثیر دارد.
- ۳) ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب توسعه یافته تاثیر کمتری نسبت به کشورهای در حال توسعه دارد.
- ۴) ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب توسعه یافته تاثیر کمتری نسبت به کشورهای در حال توسعه دارد.

### ۵- یافته‌های پژوهش

همانگونه که ذکر شد در این مطالعه، از تحلیل عاملی تأییدی برای روشن کردن وضعیت تأیید یا رد مولفه‌های عمق و عرض بازار اوراق بهادار استفاده شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون امکان پذیری تحلیل عاملی برای متغیرهای عمق بورس اوراق بهادار

نتیجه تحلیل عاملی	بارهای عاملی	درصد واریانس تبیین شده	اشتراک استخراجی	آزمون بارتلت	شاخص KMO	متغیر
تایید	۰/۹	۸۲/۴۳	۰/۸۲	$\chi^2 = ۸۵/۹۸$ Df=۱ Sig=۰/۰۰	۰/۵۰	سرمایه بازار
تایید	۰/۹	۱۷/۵۶	۰/۸۲			ارزش معاملات

ماخذ: یافته‌های پژوهش

مقدار شاخص KMO به دست آمده برای شاخص‌های عمق بازار بورس اوراق بهادار ۰/۵ و معناداری (sig) حاصل از اجرای آزمون بارتلت، کوچکتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه مولفه‌ها تأیید می‌شود. مقادیر اشتراک استخراجی بالای ۰/۵ است، این بدین معناست که عامل‌های استخراج شده، متغیر عمق را بهتر نمایش می‌دهند. بار عاملی تمامی آنها بالای ۰/۵ است. نتایج نشان می‌دهد که کلیت شاخص مورد تأیید است.

جدول (۳): نتایج آزمون امکان پذیری تحلیل عاملی برای متغیرهای عرض بورس اوراق بهادار

نتیجه تحلیل عاملی	بارهای عاملی	درصد واریانس تبیین شده	اشتراک استخراجی	آزمون بارتلت	شاخص KMO	متغیر
تایید	۰/۷۳۴	۵۳/۹۰۷	۰/۵۳۹	$\chi^2 = ۰/۹۶۵$ Df=۱ Sig=۰/۰۳۲	۰/۵۰	نرخ تمرکز ده شرکت برتر بازار
تایید	۰/۷۳۴	۴۶/۰۹۳	۰/۵۳۹			متوسط اندازه شرکت‌های پذیرفته شده

ماخذ: یافته‌های پژوهش

مقدار شاخص KMO به دست آمده برای شاخص‌های عرض بازار بورس اوراق بهادار نیز ۰/۵ و معناداری (sig) حاصل از اجرای آزمون بارتلت، کوچکتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه مولفه‌ها تأیید می‌شود. مقادیر اشتراک

استخراجی بالای ۰/۵ است، این بدان معناست که عامل‌های استخراج شده، متغیر عرض بازار را بهتر نمایش می‌دهند. بار عاملی تمامی آنها بالای ۰/۵ است. نتایج نشان می‌دهد که، کلیت شاخص‌ها مورد تایید است. نتایج آزمون فرضیه اول برای بررسی تاثیر ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب به شرح جدول زیر است.

جدول (۴): نتایج تخمین تاثیر ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب به روش GMM

متغیرهای مدل	ضریب	آماره آزمون	احتمال
DEPH(-1)	۰/۴۲	۸۶/۵۶	۰/۰۰
RSKI	-۲/۳۲	-۲۱/۱۶	۰/۰۰
SAV	۰/۱۶	۱۱۵/۳۲	۰/۰۰
FDI	-۰/۰۳	-۶/۵۳	۰/۰۰
BANK	۰/۰۰۷	۱۳/۷۱	۰/۰۰
sargan		۰/۴۱	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

همانطور که در جدول ۴ مشخص است ضرایب تمام متغیرها معنادار هستند. مشخصا برای کشورهای منتخب متغیر ریسک سیاسی بر عمق بازار دارای تاثیر منفی و معناداری بوده و نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در ریسک سیاسی عمق بازار سهام در این کشورها ۲/۳۲- کاهش می‌یابد. وقفه متغیر وابسته (DEPH(-1)) نیز دارای تاثیر مثبت و معناداری بوده است.

نتایج همچنین نشان می‌دهد پس‌انداز ناخالص داخلی (SAV) دارای تاثیر مثبت و معناداری بر عمق بازار سهام بوده است، لذا با یک واحد افزایش در پس‌انداز عمق بازار سهام ۰/۱۶ افزایش می‌یابد. همانند بانکها، بازارهای سهام نیز پس‌انداز را به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری هدایت می‌کنند. معمولا نرخ پس‌انداز بالاتر با جریان یافتن سرمایه بیشتر به سمت بازارهای سهام همراه است. همانطور که مشخص است نرخ پس‌انداز بالاتر تاثیری مثبت بر عمق بورس اوراق بهادار داشته است. همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) رابطه منفی معنادار با عمق بازار سهام داشته است. در این کشورها منفی بودن ضریب متغیر سرمایه‌گذاری خارجی نشان می‌دهد که عمدتاً بورس اوراق بهادار کشورهای مورد مطالعه به منابع داخلی وابسته بوده‌اند. در آخر توسعه بخش بانکداری (BANK) رابطه مثبت و معناداری با عمق بازار سهام داشته و نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در سطح توسعه بخش بانکداری، عمق بازار سهام ۰/۰۰۷ افزایش می‌یابد. در توجیه نتیجه به دست آمده می‌توان گفت از آنجایی که بخش بانکداری و بورس اوراق بهادار هر دو تحت عنوان فعالیت واسطه‌گری، پس-اندازهای مازاد را به سمت پروژه‌های سرمایه‌گذاری هدایت می‌کنند، بنابراین می‌توان آن‌ها را مکمل یا جانشین یکدیگر در نظر گرفت. دیدگاه "تقاضا برای منابع مالی" قانون مودیگلیانی-میلر<sup>۴۴</sup> بیان می‌کند که در یک بازار کارایی قوی با اطلاعات متقارن، ارزش بازار تمامی اوراق بهادار منتشر شده توسط یک شرکت مستقل از منابع

تامین مالی آن می‌باشد و بنابراین شرکت‌ها می‌توانند برای تامین مالی سرمایه مورد نیاز خود به هر دو بخش بانکی یا بورس اوراق بهادار مراجعه نمایند. به عبارتی در چنین شرایطی بخش بانکداری و بورس اوراق بهادار مکمل یکدیگر می‌باشند.

آماره آزمون سارگان نیز فرضیه صفر را مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می‌کند در نتیجه اعتبار نتایج جهت تفسیر تایید می‌شود.

#### آزمون فرضیه دوم: ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب تاثیر دارد.

همانطور که در جدول ۵ مشخص است ضرایب تمامی متغیرهای مدل معنی‌دار بوده اند. برای این کشورها متغیر ریسک سیاسی (RSKI) که متغیر هدف در این پژوهش می‌باشد، دارای اثر مثبت و معناداری بوده و نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در ریسک سیاسی، عرض بازار سهام در این کشورها ۰/۸۹ واحد کاهش می‌یابد. وقفه متغیر وابسته (BREADTH(-1)) نیز دارای اثر مثبت و معناداری بر عرض بازار سهام بوده است. نتایج نشان می‌دهد پس‌انداز ناخالص داخلی (SAV) نیز رابطه مثبت و معناداری با عرض بازار سهام داشته است، لذا با یک واحد افزایش در پس‌انداز عرض بازار سهام ۰/۱۸ افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) رابطه منفی معنادار با عرض بازار سهام داشته است. همانطور که در جدول ۵ مشخص است با یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عرض بازار سهام ۰/۰۵ کاهش می‌یابد. در آخر توسعه بخش بانکداری (BANK) رابطه مثبت و معناداری با عرض بازار سهام داشته و نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در سطح توسعه بخش بانکداری، عرض بازار سهام ۰/۱۲ افزایش می‌یابد.

جدول (۵): نتایج تخمین تاثیر ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب به روش GMM

متغیرهای مدل	ضریب	آماره آزمون	احتمال
BREADTH(-1)	۰/۶۸	۲۰۷/۹۰	۰/۰۰
RSKI	۰/۸۹	۱۱/۷۹	۰/۰۰
SAV	۰/۱۸	۱۴۳/۱۱	۰/۰۰
FDI	-۰/۰۵	-۱۲/۲۷	۰/۰۰
BANK	۰/۰۱۲	۱۴/۹۵	۰/۰۰
sargan		۰/۷۷	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

آماره آزمون سارگان نیز فرضیه صفر را مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می‌کند در نتیجه اعتبار نتایج جهت تفسیر تایید می‌شود.

آزمون فرضیه سوم: ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب توسعه یافته تاثیر کمتری نسبت به کشورهای در حال توسعه دارد.

همانطور که در جدول ۶ مشخص است نه تنها ضرایب تمام متغیرها به جز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اثر متقاطع آن، معنی دار هستند، بلکه متغیر ریسک سیاسی دارای تاثیر منفی معنادار بر عمق بازار بوده است. در این تخمین از متغیر مجازی استفاده شد که برای کشورهای توسعه یافته عدد یک و برای کشورهای در حال توسعه عدد صفر در نظر گرفته شد. برای آزمون فرضیه

$$\begin{aligned} H_0 : \beta_2 &\leq 0 \\ H_1 : \beta_2 &> 0 \end{aligned}$$

از دستور TDIS در EXCEL استفاده شد که معناداری ضریب متغیر DD\*RISK تأیید شد. معناداری ضریب آماره متغیر DD\*RISK و تاثیر مثبت آن نشان می‌دهد اثر ریسک سیاسی بر عمق بازار کشورهای توسعه یافته بیشتر از کشورهای در حال توسعه بوده است. لذا فرضیه سوم تأیید نمی‌شود.

جدول (۶): نتایج تخمین برای مقایسه اثر ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه

متغیرهای مدل	ضریب	آماره آزمون	احتمال
DEPH(-1)	-۰/۰۶	-۲/۰۹	۰/۰۳
RSKI	-۲۴/۹۳	-۶۶/۴۷	۰/۰۰
SAV	۰/۱۶	۲۱/۴۵	۰/۰۰
FDI	-۰/۰۶	-۱/۳۴	۰/۱۸
BANK	۰/۰۳	۵/۶۶	۰/۰۰
DD*RISK	۳۴/۹۰	۳/۳۶	۰/۰۰۱
DD*SAV	-۰/۲۱	-۲/۸۴	۰/۰۰۵
DD*FDI	۰/۰۴	۱/۲۲	۰/۲۲
DD*BANK	-۰/۰۶	-۵/۸۲	۰/۰۰
sargan		۰/۶۵	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

آماره آزمون سارگان نیز فرضیه صفر را مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می‌کند در نتیجه اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می‌شود.



آزمون فرضیه چهارم: ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب توسعه یافته تأثیر کمتری نسبت به کشورهای در حال توسعه دارد.

همانطور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود تقریباً تمامی ضرایب معنی دار بوده (DD\*FDI) و متغیر ریسک سیاسی دارای تأثیر منفی معنادار بر عرض بازار بوده است. در این تخمین نیز از متغیر مجازی استفاده شد که برای کشورهای توسعه یافته عدد یک و برای کشورهای در حال توسعه عدد صفر در نظر گرفته شد. برای آزمون فرضیه

$$H_0 : \beta_2 \leq 0$$

$$H_1 : \beta_2 > 0$$

از دستور TDIS در EXCEL استفاده شد که معناداری ضریب متغیر DD\*RISK تأیید شد. معناداری ضریب آماره متغیر DD\*RISK و تأثیر مثبت آن در اینجا نیز نشان می‌دهد اثر ریسک سیاسی بر عرض بازار کشورهای توسعه یافته بیشتر از کشورهای در حال توسعه بوده است. لذا در اینجا نیز فرضیه چهارم تأیید نمی‌شود.

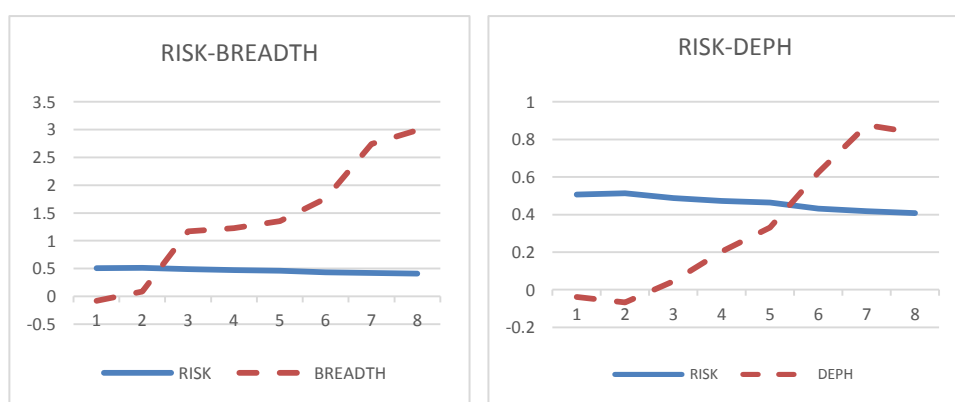
جدول (۷): نتایج تخمین برای مقایسه اثر ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه

متغیرهای مدل	ضریب	آماره آزمون	احتمال
breadth(-1)	۰/۴۶	۴۳/۸۸	۰/۰۰
RSKI	-۸/۱۵	-۳۰/۶۵	۰/۰۰
SAV	۰/۱۸	۵۶/۶۰	۰/۰۰
FDI	-۰/۰۲	-۲/۴۷	۰/۰۱
BANK	۰/۰۲	۱۱/۸۰	۰/۰۰
DD*RISK	۱۵/۲۱	۳/۵۸	۰/۰۰
DD*SAV	-۰/۱۵	-۱۱/۴۹	۰/۰۰
DD*FDI	-۰/۰۳	۰/۹۷	۰/۳۳
DD*BANK	-۰/۰۲	-۳/۲۵	۰/۰۰
sargan		۰/۶۴	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

آماره آزمون سارگان نیز فرضیه صفر را مبنی بر همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد می‌کند در نتیجه اعتبار نتایج جهت تفسیر تأیید می‌شود.

همانطور که نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم نشان داد ریسک سیاسی در کشورهای در حال توسعه تاثیر کمتری بر شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار این کشورها نسبت به کشورهای توسعه یافته دارد. شاید دلیل آن حساسیت بالای جریان‌های سرمایه در کشورهای توسعه یافته نسبت به کشورهای در حال توسعه باشد که تغییر اندکی در ریسک سیاسی سبب خروج سرمایه‌گذاران از بازارهای مالی این کشورها می‌شود. جهت تحلیل و تعمیق بیشتر برای نمونه روند عمق و عرض بازار اوراق بهادار و ریسک سیاسی در ایران در شکل ۱ ترسیم شده است.



شکل ۱: روند عمق و عرض بازار سهام و ریسک سیاسی برای ایران

همانطور که در نمودار (۱) مشخص است عمق و عرض بازار سهام کشور نسبت به ریسک سیاسی حساسیت کمتری دارد که با وجود افزایش ریسک سیاسی در سالهای اخیر عمق و عرض بازار سهام افزایش یافته است.

## ۶- نتیجه گیری و بحث

هدف از این مطالعه تحلیل مقایسه‌ای تاثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب بوده است. برای این منظور، در آزمون فرضیه از اطلاعات سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه استفاده شده است. توسعه بازار سهام توسط دو شاخص عمق و عرض توصیف شده است که شاخص عمق نماینده اندازه و نقدینگی بازار سهام در این کشورها می‌باشد و عرض نماینده تنوع شرکتهای بورسی در این کشورها است. که با تحلیل عاملی متغیرهای عمق و عرض بازار شاخص سازی شدند. همچنین از متغیرهای کنترل برای بررسی دقیقتر رابطه‌ی بین ریسک سیاسی و توسعه بازار سهام استفاده شده است.

نتایج این پژوهش نشان داد که ریسک سیاسی بر عمق بازار سهام کشورهای منتخب تاثیر منفی دارد. بی ثباتی دولت، فساد و عدم اطمینان، خشونت سیاسی شدید، جنگ داخلی، بروکراسی بالا، و عدم دموکراسی و ... باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود و باعث می‌شود سرمایه-

گذاران ریسک‌گریز به سمت سرمایه‌گذاری در بازارهای موزی بروند. در نتیجه حجم معاملات در بازار بورس کاهش یافته و سبب کاهش ارزش بازار می‌شود. این فرآیند خود شاخص‌های عمق بازار سهام و معیار توسعه یافتگی عمق بازار سهام می‌باشند. در نتیجه نقد شوندگی و اندازه بازار سهام کاهش می‌یابد. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد که ریسک سیاسی بر عرض بازار سهام کشورهای منتخب تأثیر مثبت معنادار دارد. عرض به معنی تنوع بازار می‌باشد که با متغیرهای نرخ تمرکز ده شرکت برتر بازار و متوسط شرکت‌های پذیرفته شده در بازار محاسبه می‌شود. لذا هر چه ریسک سیاسی بالاتر باشد به این معنی است که شرکت‌های کوچکتر وارد بازار نمی‌شوند و نرخ تمرکز ده شرکتی که بیشترین سرمایه بازار را در اختیار دارند و یا متوسط شرکت‌های پذیرفته شده، به دلیل حضور تعداد شرکت‌های کمتر ولی با سرمایه زیاد بیشتر شده و در نتیجه سبب کاهش عرض بازار می‌شوند. نتایج به دست آمده از فرضیه‌های اول و دوم با نتایج پژوهش یارتی (۲۰۰۸)، لاو و حیب‌الله (۲۰۰۹) و فتحی و همکاران (۱۳۸۹) همسو می‌باشند. همچنین سولمن (۲۰۱۳) در پژوهشی نشان داد که با افزایش ریسک سیاسی بازدهی سهام کاهش می‌یابد.

نتایج این پژوهش نشان داد که ریسک سیاسی بر عمق و عرض بازار سهام کشورهای توسعه یافته تأثیر بیشتری نسبت به کشورهای در حال توسعه داشته است. در کشورهای توسعه یافته ریسک سیاسی در سطح پایینی قرار دارد و لذا ثبات سیاسی در این کشورها بالا است. که باعث اعتماد سرمایه‌گذاران و مشارکت آنها در بازارهای مالی می‌شود. شاید دلیل آن حساسیت بالای جریان‌های سرمایه در کشورهای توسعه یافته نسبت به کشورهای در حال توسعه باشد. که تغییر اندکی در ریسک سیاسی سبب خروج سرمایه‌گذاران از بازارهای مالی این کشورها می‌شود. در کشورهای در حال توسعه مداخله بیش از حد دولت و حضور گسترده و قابل توجه رجال سیاسی در کنترل منابع مالی، موجب می‌شود این افراد از موقعیت خود سوء استفاده کرده (فساد سیاسی) و ساختارهای بازار را به نفع خود تغییر دهند. به تعبیری فساد سیاسی بالا موجب عدم توسعه یافتگی بازارهای مالی در این کشورها می‌شود. این عامل خصوصاً در مورد کشورهای در حال توسعه آسیای جنوب شرقی که فاقد ساختار سیاسی با ثبات بودند، به عنوان یکی از عوامل مهم اثر گذار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و در نتیجه توسعه بورس اوراق بهادار در این کشورها می‌باشد. نتایج به دست آمده از فرضیه‌های سوم و چهارم با نتایج پژوهش سولمن (۲۰۱۳)، یارتی (۲۰۰۸)، فتحی و عسگرنژاد نوری (۱۳۸۸) در تضاد می‌باشند.

#### فهرست منابع

- \* تقوی، مهدی و شاهوردیانی، شادی، (۱۳۸۹)، سرکوب مالی و رشد و توسعه اقتصادی، مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی شماره ۴، ص ۲۱۲-۱۹۷.
- \* جهانگرد، اسفندیار، علی عسگری، سارا، (۱۳۹۰)، بررسی اثر توسعه مالی بر کارایی سیاست پولی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، فصلنامه تحقیقات و مدل سازی اقتصادی شماره ۴، ۱۶۹-۱۴۷.
- \* خلعتبری فیروزه، (۱۳۷۱). مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین المللی. تهران: انتشارات شبانویز.

- \* سلیمانی، الهه، (۱۳۹۱)، تاثیر آمادگی الکترونیکی و فضای کسب و کار بر توسعه بورس اوراق بهادار مقایسه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه (۲۰۰۴-۲۰۰۸)، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.
- \* فتحی، سعید، عسگرنژاد نوری، باقر، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام، بررسی های بازرگانی شماره ۳۸، ۹۳-۷۳.
- \* فتحی، سعید، کبیری پور، وحید، (۱۳۹۱)، بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تاثیرات آن بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی، بررسی های بازرگانی شماره ۵۲، ص ۳۳-۲۰.
- \* فتحی، سعید، صامتی، مجید، عسگرنژاد نوری، باقر، (۱۳۸۹)، تبیین توسعه ساختار بازار اوراق بهادار، مطالعات مدیریت راهبردی شماره ۳، ص ۴۸-۳۳.
- \* فراهانی، مریم، (۱۳۹۱)، اثرات ناطمینانی و ریسک بر جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ایران، پایان نامه دکتری علوم اقتصادی، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.
- \* کشاورز حداد، غلامرضا، حیدری، هادی، (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر اخبار سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران (مقایسه مدل های عمومی FAGARCH و MSM)، مجله تحقیقات اقتصادی شماره ۹۴، ص ۱۳۶-۱۱۱.
- \* محمدی، تیمور و ندیری، محمد، (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر ساختارهای نهادی بر رشد اقتصادی با روش (GMM) داده‌های تابلویی پویا، فصلنامه مدلسازی اقتصادی شماره ۳، ص ۲۴-۱.
- \* مکیان، نظام الدین، مصطفوی، محمدحسن، حاتمی، راضیه و دهقانپور، محمدرضا، (۱۳۹۱)، بررسی اثر رشد تجارت بر رشد توسعه‌ی انسانی در کشورهای منتخب آسیایی: رهیافت داده‌های تابلویی، فصلنامه اقتصاد مقداری شماره ۱، ص ۷۰-۵۵.
- \* Barajas, A., Beck, T., Dabla-Norris, E., & Yousefi, S. (2013). Too cold, too hot, or just right? Assessing financial sector development across the globe. IMF Working Papers No: WP/13/130.
- \* Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2009). Financial institutions and markets across countries and over time. World Bank Policy Research Paper 4943.
- \* Beck, T., & Feyen, E. (2013). Benchmarking financial systems: Introducing the financial possibility frontier. WB Working Paper Series No: 6615.
- \* Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2000). A new database on the structure and development of the financial sector. The World Bank Economic Review, 14(3), 597-605.
- \* Black, B. (2001). The legal and institutional preconditions for strong securities markets. UCLA Law Review, Vol. 48, 781-858.
- \* Bolgorian, M. (2011). Corruption and stock market development: A quantitative approach. Physica A 390, 4514-4521.
- \* Cherif, M. &. (2010). Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis. International Journal of Banking and Finance, Vol 7, 139-159.
- \* Cihak, M., Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Financial development in 205 economies, 1960 to 2010. World Bank and the International Monetary Fund.
- \* Demirguc-kunt, A., & levine, R. (1995). Stock Market Development and Financial intermediaries: stylized Facts. World bank working paper.

- \* Dimitrios, A., & Costas, S. (2000). The Role of Political Instability in Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Greece. *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, vol. 29, 355-374.
- \* Dorrucchi, E., Meyer-Cirkel, A., & Santabarbara, D. (2009). Domestic Financial Development in Emerging Economies Evidence and Implications. *Occasional paper Series*, No: 102.
- \* Hsueh, s.-J., Yu-Hau, H., & chien-Heng, T. (2013). Economic growth and financial development in Asian countries: A bootstrap panel Granger causality analysis. *Economic Modelling* 32, 294-301.
- \* Jakobsen, J.( 2010). Old Problems Remain, New Ones Crop up: Political Risk in the 21st Century, *Journal of Business Horizons*, Vol.53, p481-490.
- \* Kar, M., Nazlioglu, S., & Agir, H. (2011). Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: bootstrap panel Granger causality analysis. *Economic Modelling* volume 28, 685-693.
- \* La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- \* Lamb, R., Ma, K., Pace, R., & Kennedy, W. (1997). The congressional calendar and stock market performance. *Financ. Serv. Rev.* 6, 19-25.
- \* Law, S. &. (2009). The determinants of nancial development: Institutions, openness and nancial liberalization. *South African Journal of Economics*, 77 (1), 45-58.
- \* Lubna, H. (2010). Rule of Law, Legal Development and Economic Growth: Perspectives for Pakistan. *Pakistan Institute of Development Economics*.
- \* Michelson, S. (1993). Using congressional sessions to predict the stock market. *Econ. Perspect.* 9, 89-99.
- \* Miller, R. .. (2002). The impact of privatization on stock market development. *University of Illinois at urbana-champaign*.
- \* Narayan, P., Mishra, S., & Narayan, S. (2011). Do market capitalization and stocks traded converge? New global evidence. *Journal of Banking and Finance*, 35(10), 2771-2781.
- \* Pagano, M. (1993). Financial Markets and growth: an overview. *European Economic Review*, 613-622.
- \* Rodrik, D. (1999). Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses. *Journal of Economic Growth*, Vol. 4, 385-412.
- \* Suleman, T. (2013). Dynamics of Political Risk Rating and Stock Market Volatility. *School of Economics and Finance Victoria University of Wellington*.
- \* Vijaykumar, j., Rasheed, A., & Tondkar, R. (2009). country risk and foreign Direct Investment. an empirical investigation multinational business review, 17, 187-200.
- \* Voghouei, h., Azail, M., & Siong Hook, L. (2013). The effect of dynamic legal tradition on financial development: panel data evidence. *Eur J law Econ* 35, 109-136.
- \* Wang, J., Medianu, D., & Whally, J. (2011). The contribution of China, India The contribution of China, India trade shares, and market capitalization. *NBER Working Paper Series No:17681*.
- \* Yartey, c. (2008). The determinants of stock market development in emerging economies : Insouth Africa different? *IMF Working paper No.08/32*.
- \* Zorgui, I. (2011). Institutional Quality and Political Risk. *Journal of Economics, Finance and Management Sciences* Vol. 3 (1)

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Miller
- <sup>2</sup> World Federation of Exchanges
- <sup>3</sup> Generalized method of moments
- <sup>4</sup> Hsueh
- <sup>5</sup> Dorrucchi et al
- <sup>6</sup> Kar et al
- <sup>7</sup> Beck, et al
- <sup>8</sup> Beck, and Demirguc-kunt
- <sup>9</sup> Narayan et al
- <sup>10</sup> Wang, et al
- <sup>11</sup> Chihak, et al
- <sup>12</sup> Barajas et al
- <sup>13</sup> Demirguc-Kunt and Levine
- <sup>14</sup> Pagano
- <sup>15</sup> Uncorrelated Demand Shocks
- <sup>16</sup> The Global Competitiveness Report
- <sup>17</sup> World Economic Forum
- <sup>18</sup> Ease of Access to Loans
- <sup>19</sup> Financing through Local Equity Market
- <sup>20</sup> Venture Capital Availability
- <sup>21</sup> Restriction on Capital Flows
- <sup>22</sup> Strength of Investor Protection
- <sup>23</sup> Soundness of Banks
- <sup>24</sup> Regulation of Securities Exchanges
- <sup>25</sup> Legal Rights Index
- <sup>26</sup> Jacobsen
- <sup>27</sup> Agmont
- <sup>28</sup> Zorgui
- <sup>29</sup> Fitch
- <sup>30</sup> Economist
- <sup>31</sup> Euro money
- <sup>32</sup> Voghouei et al
- <sup>33</sup> La Porta et al
- <sup>34</sup> Dimitrios
- <sup>35</sup> Lubna
- <sup>36</sup> Rodrick
- <sup>37</sup> Michelson
- <sup>38</sup> Lamb et al
- <sup>39</sup> Suleman
- <sup>40</sup> International Country Risk Guide
- <sup>41</sup> Yarty
- <sup>42</sup> Matias and Suster
- <sup>43</sup> Arellano and Bond
- <sup>44</sup> Modigliani-Miller