

Research Article

Threshold Modeling of the Transmission of World Uncertainty Effects on Iranian Stock Market Returns with an Emphasis on the Role of Institutional Quality

Fereshteh Mohamadian^{*1} , Mohammed Jaafar Hleo² , Sajjad Mohsin Ahmed² , Wisam Hameed Irbayyij² 

1. Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Literature and Humanities, University of Ilam, Ilam, Iran.

2. M.A. Student in Economics, Department of Economics, Faculty of Literature and Humanities, University of Ilam, Ilam, Iran.

Received 13 December 2025

Revise 13 June 202

Accepted 22 June 2026

Publish 23 September 2026

Abstract

The stock market, as one of the vital pillars of the financial system, is continuously influenced by various factors, including macroeconomic variables and global uncertainty. This study examines the threshold role of changes in institutional quality in shaping the relationship between Iranian stock market returns and global uncertainty using quarterly data from 2009 to 2024 and the Threshold Autoregressive (TAR) method. The results indicate that changes in institutional quality have a threshold value of -0.56 , which affects the influence of exchange rates, oil prices, and global uncertainty on the stock market, dividing market behavior into two distinct regimes. In the first regime, when changes in institutional quality are below this threshold, oil prices, exchange rates, and global uncertainty have negative and statistically significant effects on stock returns, whereas institutional quality has a positive and significant effect. This finding suggests that even under weak institutional conditions, improvements in institutional quality can facilitate stock market growth. In the second regime, after the threshold is exceeded, the effect of institutional quality remains positive, while the other variables also exert positive effects on stock returns. Therefore, improving institutional quality should be regarded as a vital tool for strengthening the resilience of the capital market against domestic and global fluctuations.

Keywords: Stock returns, Threshold regression, world uncertainty, Institutional quality

JEL Classification: C22, E44, G12, D80

* Corresponding Author: Fereshteh Mohamadian

E-mail: F.Mohamadian@ilam.ac.ir

Tel: +989188419840

Cite This Article (APA): Mohamadian, F., Jaafar hleo, M., Mohsin ahmed, S. & Hameed irbayyij, W. (2026). The Effect of Global Uncertainty on Iran's Stock Market Returns with an Emphasis on the Role of Institutional Quality: Evidence from a Threshold Regression Model. *Journal of Economic Policies and Research*, 5(3), 87-112. <https://doi.org/10.22034/jepr.2026.145108.1331> [In Persian].

Homepage of this Article: https://jepr.uok.ac.ir/article_64583.html?lang=en



© The Author(s), 2026. *Economic Policies and Research*, Published online by University of Kurdistan. This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original author and source are credited.

Introduction

The stock market, as a fundamental pillar of the financial system, plays a crucial role in mobilizing and allocating financial resources and guiding investment decisions. Its performance is continually influenced by macroeconomic variables, global shocks, and institutional conditions. In recent years, rising global uncertainty—driven by geopolitical developments, financial crises, and pandemics—has intensified volatility in financial markets.

One of the key challenges facing emerging and developing economies, including Iran, in recent decades has been the increase in Economic Policy Uncertainty (EPU). This concept refers to the inability of economic agents to accurately anticipate future policies and their consequences, which manifests itself in uncertainty regarding the timing, content, and effects of policies on economic decision-making (Shahin-Oz & Erdogan-Juser, 2018). The complexity of measuring this phenomenon has encouraged researchers to develop appropriate indicators. The World Uncertainty Index (WUI), introduced by Ahir et al. (2022), encompasses both political and economic dimensions and provides a more comprehensive measure than traditional indicators such as the EPU.

Institutional quality, on the other hand, can play a moderating role in the transmission of global uncertainty to the stock market through greater policy stability, transparency, stronger rule of law, and enhanced investor confidence. Although numerous studies have examined the impact of uncertainty on stock market returns, the threshold role of institutional quality and the nonlinear dynamics of Iran's stock market remain relatively underexplored. Therefore, this study investigates how global uncertainty affects Iranian stock market returns, with particular emphasis on the role of institutional quality within a threshold modeling framework.

Methodology

This study employs quarterly data from 2009 to 2023 and applies a Threshold Autoregressive (TAR) approach. A conceptual framework grounded in behavioral finance and open-economy macroeconomic theories is used to examine the effects of global uncertainty on stock market returns, with institutional quality considered as a moderating factor. The proposed model is expressed as:

$$R_t = \mathcal{F}(EX_t, OIL_t, INS_t, WUI_t) \quad (1)$$

where the dependent variable represents stock market returns, while the explanatory variables include the exchange rate and OPEC oil prices. Data for these variables were obtained from the database of the Ministry of Economic Affairs and Finance. The World Uncertainty Index (WUI), published by the Federal Reserve Bank of St. Louis and based on Ahir et al. (2022), is scaled between 0 and 1.

The institutional quality index is constructed based on five components of the International Country Risk Guide (ICRG): control of corruption, democratic accountability, law and order, bureaucratic quality, and government stability. These components are rescaled to construct a composite institutional quality index.

Prior to estimation, the Augmented Dickey–Fuller (ADF) and Phillips–Perron (PP) unit root tests confirmed the stationarity of the variables, while the BDS test indicated the presence of nonlinear patterns in the data. The threshold variable and its corresponding value were determined using the Bai–Perron method, with institutional quality identified as the threshold variable at a value of -0.563 .

Results and Discussion

The results reveal a nonlinear and regime-dependent relationship between global uncertainty and Iranian stock market returns. Institutional quality (INS) is identified as the threshold variable, with a threshold change value of -0.563 . This finding indicates that the effects of the other explanatory variables on stock market returns vary depending on whether institutional quality is below or above this threshold.

In the first regime, where institutional quality is below the threshold, the exchange rate, oil prices, and global uncertainty exert negative and statistically significant effects on stock market returns, whereas institutional quality itself has a positive and statistically significant effect. This finding suggests that under weak institutional conditions, Iran's stock market is more vulnerable to global shocks and macroeconomic volatility.

In the second regime, when institutional quality exceeds the threshold, the effects of the exchange rate and global uncertainty on stock market returns become positive and statistically significant, whereas the effect of oil prices becomes statistically insignificant. These findings indicate that improvements in institutional quality can mitigate the effects of external shocks, potentially alter their transmission mechanisms, and enhance the resilience of the capital market.

Conclusion

The findings of this study indicate that institutional quality plays a decisive role in shaping the transmission of global uncertainty to Iran's stock market. At low levels of institutional quality, the stock market exhibits stronger negative responses to both domestic and external shocks, whereas at higher levels of institutional quality, the intensity of these effects diminishes and, in some cases, may even become positive.

Accordingly, strengthening economic institutions, improving transparency, enhancing the rule of law, and combating corruption can serve as key strategies for increasing the stability, efficiency, and attractiveness of Iran's capital market for both domestic and foreign investors. The primary policy recommendation is therefore to focus on institutional reforms and improvements in governance quality.

Measures such as strengthening the independence and accountability of economic institutions, improving transparency in policymaking, enhancing the efficiency of regulatory bodies, and combating corruption can provide the necessary foundation for a resilient and sustainable stock market. Furthermore, creating greater coordination between exchange-rate, oil, and fiscal policies and institutional development strategies is essential for minimizing the potentially adverse effects of macroeconomic fluctuations on the stock market.

Additional information

Authors' Contributions

All Authors Contributed Equally to The Writing of The Article.

Conflict of interest

The authors declare that there is no conflict of interest regarding the publication of this article.

Financial Support

The authors received no financial support for the research and publication of this article.

Acknowledgements

The authors also extend their appreciation to all individuals whose constructive comments and guidance contributed to improving the quality of this article.

ORCID

 <i>Fereshteh Mohamadian</i>	http://orcid.org/0000-0002-9680-530x
 <i>Mohammed Jaafar Hleo</i>	http://orcid.org/0009-0007-9653-1920
 <i>Sajjad Mohsin Ahmed</i>	http://orcid.org/0009-0008-3720-1355
 <i>Wisam Hameed Irbayyij</i>	http://orcid.org/0009-0002-1098-9257

مقاله پژوهشی

اثر عدم قطعیت جهانی بر بازده بازار سهام ایران با تأکید بر نقش کیفیت نهادی - شواهدی از مدل رگرسیون آستانه‌ای

فرشته محمدیان^{۱*}، محمد جعفر هلیو^۲، سجاد محسن احمد^۲، وسام حمید اربیع^۲

۱. استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران.
۲. کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۹/۲۳ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۰۳/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۴/۰۱ تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۰۷/۰۱

چکیده

بازار سهام به‌عنوان یکی از ارکان حیاتی نظام مالی، همواره تحت تأثیر عوامل متعددی از جمله متغیرهای کلان اقتصادی و عدم قطعیت جهانی قرار دارد. در این تحقیق، با استفاده از داده‌های فصلی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۳ و روش رگرسیون آستانه‌ای، نقش آستانه تغییرات کیفیت نهادی در شکل‌دهی رابطه بین بازده سهام ایران و عدم قطعیت جهانی بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که تغییرات کیفیت نهادی یک نقطه آستانه دارد (۰/۵۶-) که بر اثرگذاری نرخ ارز، قیمت نفت و عدم قطعیت جهانی بر بازار سهام تأثیرگذار است و بازار سهام را به دو رژیم رفتاری تقسیم می‌کند. در رژیم اول، زمانی که تغییرات کیفیت نهادی پایین‌تر از این آستانه است، قیمت نفت، نرخ ارز و عدم قطعیت جهانی تأثیر منفی و معنادار بر بازده سهام دارند، اما کیفیت نهادی به‌صورت مثبت و مؤثر عمل می‌کند؛ این موضوع نشان می‌دهد حتی در شرایط نهادی ضعیف، بهبودهای نهادی می‌تواند رشد بازار سهام را تسهیل کند. در رژیم دوم، پس از عبور از آستانه، اثر کیفیت نهادی همچنان مثبت باقی می‌ماند و سایر متغیرها نیز تأثیری مثبت بر بازده سهام دارند؛ بنابراین، لازم است بهبود کیفیت نهادی به‌عنوان ابزاری حیاتی برای مقاومت‌سازی بازار سرمایه در برابر نوسانات داخلی و جهانی به کار گرفته شود.

واژگان کلیدی: بازده سهام، رگرسیون آستانه‌ای، عدم قطعیت جهانی، کیفیت نهادی

طبقه‌بندی JEL: C22، E44، G12، D80

* نویسنده مسئول: فرشته محمدیان آدرس رایانامه: F.Mohamadian@ilam.ac.ir تلفن تماس: ۰۹۱۸۸۴۱۹۸۴۰

استناد به مقاله (APA): محمدیان، فرشته، جعفر هلیو، محمد، محسن احمد، سجاد و حمید اربیع، وسام. (۱۴۰۵). اثر عدم قطعیت جهانی بر بازده بازار سهام ایران با تأکید بر نقش کیفیت نهادی - شواهدی از مدل رگرسیون آستانه‌ای. *نشریه سیاست‌ها و تحقیقات اقتصادی*، ۵ (۳)، ۸۷-۱۱۲

<https://doi.org/10.22034/jepr.2026.145108.1331>

https://jepr.uok.ac.ir/article_64583.html

صفحه اصلی مقاله در سامانه نشریه:

۱. مقدمه

یکی از مهم‌ترین چالش‌هایی که اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه، از جمله ایران، در دهه‌های اخیر با آن مواجه بوده‌اند، افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی (EPU)^۱ است. این مفهوم به ناتوانی فعالان اقتصادی در پیش‌بینی سیاست‌های آتی و پیامدهای آنها اشاره دارد؛ امری که در شرایطی چون ابهام در زمان‌بندی، محتوای سیاست‌ها و آثار آنها بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نمود می‌یابد (Sahinoz & Erdogan Cosar, 2018). پیچیدگی در شناسایی و کمی‌سازی این پدیده باعث شده تا محققان به دنبال شاخص‌های مناسبی برای سنجش آن باشند. در این زمینه، بیکر و همکاران (۲۰۱۶)^۲ شاخصی مبتنی بر فراوانی پوشش خبری ارائه داده‌اند که از معتبرترین ابزارهای اندازه‌گیری عدم قطعیت‌ها به شمار می‌رود. با وجود استفاده گسترده از شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، این شاخص عمدتاً بر ارزیابی عدم قطعیت‌های پولی، مالی و تجاری تمرکز دارد. در حالی که شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI)^۳ معرفی شده توسط اهیر و همکاران (۲۰۲۲)^۴ ابعاد گسترده‌تری از جمله تحولات سیاسی و ژئوپلیتیکی را نیز در بر می‌گیرد (Erdogan et al., 2022). نکته‌ای که به‌ویژه برای کشوری مانند ایران که در دهه‌های اخیر تحت تأثیر تحریم‌ها، تنش‌های منطقه‌ای و همه‌گیری کرونا قرار داشته، حائز اهمیت است. از منظر نظریه‌های مالی، عدم قطعیت جهانی از طریق افزایش ریسک ادراک شده و تضعیف سازوکارهای بهینه‌سازی پرتفوی، بر بازده و نوسانات بازار سهام اثر می‌گذارد. در چارچوب نظریه پرتفوی مارکوویتز^۵، افزایش عدم قطعیت جهانی - به‌ویژه در قالب شوک‌های سیاستی و مالی - موجب افزایش واریانس بازده موردانتظار دارایی‌ها و هم‌زمان افزایش همبستگی بین بازارهای سهام بین‌المللی می‌شود (Hoque & Zaidi, 2019; Nawaz et al., 2023; Smales, 2022). این فرایند مزایای متنوع‌سازی پرتفوی را که هسته اصلی نظریه پرتفوی است، تضعیف کرده و امکان کاهش ریسک از طریق تنوع‌بخشی فرامرزی را محدود می‌سازد (Markowitz, 1990). در نتیجه، سرمایه‌گذاران در مواجهه با عدم قطعیت بالا، با کاهش کارایی پرتفوی‌های متنوع و افزایش ریسک کل، به بازتخصیص دارایی‌ها از سهام به دارایی‌های کم‌ریسک‌تر روی می‌آورند که این امر به کاهش تقاضای سهام و افت بازده بازار منجر می‌شود (Nakamura, 2022; Uddin et al., 2023). به طور مکمل، در چارچوب مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۶ (CAPM)، عدم قطعیت جهانی با افزایش ریسک سیستماتیک غیر قابل تنوع، صرف ریسک مورد انتظار را افزایش داده و از طریق تعدیل انتظارات بازده، قیمت سهام را تحت فشار قرار می‌دهد (Hoque & Zaidi, 2019; Uddin et al., 2023). از آنجاکه CAPM سنتی در محیط‌های با شوک‌های خارجی شدید و پویایی‌های کلان ناپایدار محدودیت دارد، رویکردهای اصلاح‌شده CAPM - مانند CAPM شرطی یا DR-CAPM - نشان می‌دهند که در دوره‌های عدم قطعیت بالا، حساسیت بازده سهام به ریسک بازار افزایش یافته و واکنش بازار می‌تواند نامتقارن و غیرخطی باشد (Lettau et al., 2014).

1. Economic Policy Uncertainty

2. Baker et al. (2016)

3. World Uncertainty Index

4. Ahir et al. (2022)

5. Markowitz

6. Capital Asset Pricing Model

از سوی دیگر، شدت و حتی جهت اثرگذاری عدم قطعیت جهانی بر بازده بازار سهام به سطح کیفیت نهادی^۱ اقتصاد وابسته است. کیفیت نهادی بالاتر، از طریق تقویت حاکمیت قانون^۲، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش شفافیت در سیاست‌گذاری و بهبود پیش‌بینی‌پذیری محیط اقتصادی، می‌تواند سازوکار انتقال شوک‌های ناشی از عدم قطعیت جهانی به ریسک سیستماتیک داخلی را تضعیف کرده و در نتیجه آثار نامطلوب این شوک‌ها بر عملکرد بازار سهام را کاهش دهد (Hooper et al., 2009; Modugu & Dempere, 2020). در چنین شرایطی، اگرچه عدم قطعیت جهانی سطح ریسک را افزایش می‌دهد، اما نهادهای کارآمد مانع از سرایت کامل این ریسک به رفتارهای هیجانی و فروش‌های گسترده در بازار سهام می‌شوند (Khan et al., 2025). علاوه بر این، در رژیم‌های با کیفیت نهادی بالا، افزایش عدم قطعیت می‌تواند منجر به بازتخصیص سرمایه به سمت بازارهای دارای چارچوب نهادی قوی‌تر شود؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران بین‌المللی و داخلی، این بازارها را به عنوان مقاصد امن‌تر نسبی برای جذب شوک‌های جهانی تلقی کنند (Hooper et al., 2009; Khan et al., 2025). در این چارچوب، عدم قطعیت جهانی لزوماً به کاهش بازده منجر نمی‌شود، بلکه می‌تواند از طریق کانال «انتقال سرمایه» و بهبود انتظارات نسبی، اثر خنثی یا حتی مثبت بر بازده بازار سهام داشته باشد؛ بنابراین، مشاهده اثر مثبت عدم قطعیت جهانی بر بازده سهام در رژیم کیفیت نهادی بالا، نه به عنوان یک قاعده عمومی، بلکه به عنوان یک پیامد وابسته به شرایط نهادی و تغییر رژیم رفتاری بازار قابل تفسیر است، امری که توجیه نظری استفاده از مدل‌های آستانه‌ای^۳ را تقویت می‌کند (Chiang, 2020; Khan et al., 2025; Modugu & Dempere, 2020).

در سال‌های اخیر و با گسترش نظریه مالی رفتاری، توجه به تأثیر ریسک‌های جهانی بر بازده و نوسانات بازار سهام افزایش یافته است (Bayar & Kılıç, 2012; Emsen, 2022; Ghani & Ghani, 2024). بسیاری از مطالعات تجربی این موضوع را در چارچوب مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و مدل‌های خطی بررسی کرده‌اند (Demirer et al., 2015; Moya-Martínez et al., 2014; Naifar et al., 2017). پژوهش‌های مختلفی به بررسی این رابطه در شرایط متغیر اقتصادی و ساختاری پرداخته‌اند (Arouri et al., 2016; Basher et al., 2018; Zhu et al., 2017). نتایج این مطالعات حاکی از آن است که درک دقیق‌تر از تأثیر ریسک‌های جهانی بر بازار سهام نیازمند چارچوب‌های غیرخطی و مدل‌هایی است که توانایی شناسایی تغییرات رفتاری و ساختاری بازار را داشته باشند. از این رو، هدف اصلی این تحقیق، طراحی و برآورد یک مدل آستانه‌ای برای تحلیل نحوه انتقال اثرات عدم قطعیت جهانی بر بازده بازار سهام ایران با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کیفیت نهادی است. برای این منظور در ادامه ساختار مقاله به شرح زیر است که بخش دوم به ادبیات تحقیق شامل مبانی نظری و پیشینه پژوهش اختصاص دارد؛ در بخش سوم روش‌شناسی تحقیق و مدل تجربی ارائه می‌شود. در بخش چهارم نتایج تجربی تجزیه و تحلیل می‌شود و در بخش پایانی، جمع‌بندی یافته‌ها و پیشنهاد‌های سیاستی ارائه خواهد شد.

-
1. Institutional Quality
 2. Rule of law
 3. Threshold model

۲. ادبیات پژوهش

۲-۱. مبانی نظری

در ادبیات اقتصادی، مفاهیم «ریسک»^۱، «عدم قطعیت»^۲، «عدم اطمینان»^۳ و «بی‌اعتمادی»^۴ با وجود نزدیکی مفهومی، دارای معانی متمایزی هستند که هر یک نقش خاصی در تحلیل شرایط اقتصادی و فرایند تصمیم‌گیری ایفا می‌کنند (روشن، ۱۳۹۹). «ریسک» ناظر به احتمال وقوع خسارت یا پیامدهای منفی است که معمولاً قابل اندازه‌گیری بوده و با روش‌های احتمالاتی قابل برآورد است (Cierna & Sujova, 2020). در مقابل، «عدم قطعیت» به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن اطلاعات کافی برای پیش‌بینی پیامدها وجود ندارد و حتی تعیین احتمالات نیز ممکن نیست، از این‌رو دامنه‌ای وسیع‌تر از ریسک را در بر می‌گیرد (Alaszewski & Coxon, 2009). تمایز میان ریسک و عدم قطعیت به این دلیل حائز اهمیت است که در شرایط ریسک، اطلاعات ناقص ولی قابل کمی‌سازی است، اما در شرایط عدم قطعیت، دانش یا بسیار مبهم است یا کاملاً مفقود (روشن، ۱۳۹۹). در این میان، «عدم اطمینان» مفهومی نزدیک به بی‌ثباتی سیستم‌ها و فرآیندهاست و می‌تواند به طور هم‌زمان ریسک و عدم قطعیت را تشدید کند. همچنین، «بی‌اعتمادی» بیشتر جنبه احساسی دارد و در نتیجه شک یا تردید نسبت به دیگران یا نهادها به وجود می‌آید که خود می‌تواند تصمیم‌گیری اقتصادی را مختل کند. این مفاهیم در عمل به هم مرتبط هستند؛ برای نمونه، افزایش عدم قطعیت اغلب به کاهش اطمینان و در نهایت بی‌اعتمادی در فضای اقتصادی منجر می‌شود. در چنین شرایطی نه اطمینان کامل (با احتمال ۱۰۰ درصد) برای تحلیل وجود دارد و نه اطمینان نسبی (با احتمالی بین ۵۰ تا ۱۰۰ درصد)، برای تصمیم‌گیری؛ تنها سردرگمی و احتیاط بر رفتار اقتصادی حاکم می‌شود.

افزایش عدم قطعیت، به‌ویژه در موقعیت‌هایی مانند بحران‌های اقتصادی، شوک‌های ژئوپلیتیکی یا تحولات سیاستی پیش‌بینی‌ناپذیر، موجب ناپایداری بیشتر در اقتصاد شده و تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی را با چالش مواجه می‌کند. یکی از پیامدهای آن، کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به ورود در فعالیت‌های بلندمدت و گسترش فضای انتظار است (روشن، ۱۳۹۹)، که از مجاری متعددی بر بازار دارایی‌ها و به‌ویژه بازار سهام اثر می‌گذارد. نخست، عدم قطعیت جهانی بر تصمیم‌گیری عوامل اقتصادی درباره اشتغال، مصرف، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد که این تصمیم‌ها به طور مستقیم بر مشارکت و عملکرد بازار سهام اثر می‌گذارند (Aroui et al., 2016; Gulen & Ion, 2016). دوم، عدم قطعیت محیط تأمین مالی و میزان آزادی اقتصادی را تضعیف می‌کند که این امر از طریق کاهش مشارکت سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بر عملکرد بازار سهام تأثیرگذار است. سوم، عدم قطعیت بر بازار کالاها، از جمله قیمت نفت تأثیر می‌گذارد که به نوبه خود عملکرد بازار سهام و اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Kang et al., 2017; Kang & Ratti, 2013). شوک‌های اخیر نفت نمونه‌ای روشن از این موضوع‌اند، جایی که اقتصادهای وابسته به درآمدهای نفتی از جمله ایران، به دلیل سیاست‌های تولید نفت

1. Risk
2. Uncertainty
3. Unreliability
4. Distrust

کشورهای عضو اوپک، متحمل زیان شدند. چهارم، عدم قطعیت جهانی بر نرخ تورم و نرخ بهره اثرگذار است و از طریق جریان‌های نقدی و نرخ تنزیل، قیمت دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، این عوامل، در نهایت، از جمله اصلی‌ترین منابع ریسک در بازده سهام به شمار می‌روند (Arouri et al., 2016; Pastor & Veronesi, 2013).

پنجم، عدم قطعیت جهانی همواره بر ذهن ناخودآگاه سرمایه‌گذاران تأثیر گذاشته و آن‌ها را از ورود به بازار سهام باز می‌دارد؛ امری که می‌تواند به سقوط شدید بازار سهام بینجامد (Pastor & Veronesi, 2013). افزون بر این، ناتوانی سرمایه‌گذاران در ارزیابی پیامدهای ناشی از عدم قطعیت که مرتبط با عوامل ریسک سیستماتیک بنیادین است، سبب خروج سرمایه‌ها باهدف کاهش ریسک و جلوگیری از زیان می‌شود. در مقابل، سرمایه‌گذارانی که توانایی ارزیابی ریسک دارند، در مواجهه با عدم قطعیت، خواهان دریافت جایزه ریسک بیشتری برای پذیرش چنین ریسکی در شرایط نوسان بالا می‌شوند (Hoque & Zaidi, 2019). ششم، این امکان نیز وجود دارد که رابطه‌ای مثبت میان عدم قطعیت جهانی و قیمت یا بازده سهام برقرار باشد. منطق رابطه مثبت آن است که افزایش در عدم قطعیت سرمایه‌گذاران را وادار می‌سازد تا برای پذیرش ریسک، خواهان جایزه ریسک بیشتر باشند؛ در نتیجه، این افزایش در عدم قطعیت به رشد قیمت سهام منجر می‌شود (Brogaard & Detzel, 2015).

در این میان کیفیت نهادی نقشی کلیدی در جهت‌دهی، تعدیل و تقویت یا تضعیف این اثرات ایفا می‌کند. نخست، در زمینه تصمیم‌گیری عوامل اقتصادی درباره اشتغال، مصرف، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، نهادهای کارآمد با ایجاد فضای پیش‌بینی‌پذیر و اطمینان‌بخش، مانع از واکنش‌های هیجانی به عدم قطعیت شده و مشارکت فعال‌تری در بازار سهام را تسهیل می‌کنند (Moudud-Ul-Huq & Akter, 2022). دوم، در کانال تأمین مالی و آزادی اقتصادی، نهادهای باکیفیت با تقویت شفافیت و ثبات مقررات، موجب جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی حتی در شرایط بی‌ثباتی جهانی می‌شوند (Hou & Wang, 2022). سوم، در تأثیرگذاری بر بازار کالاها نظیر نفت، وجود نهادهای مؤثر در حکمرانی منابع طبیعی و مدیریت درآمدهای حاصل از آن، می‌تواند از انتقال مستقیم نوسانات قیمتی به بازارهای مالی بکاهد (Nnamdi et al., 2025). چهارم، در اثرگذاری بر نرخ تورم و بهره، نهادهای پولی مستقل و پاسخ‌گو نقش مهمی در تعدیل شوک‌های ناشی از عدم قطعیت جهانی بر جریان‌های نقدی و نرخ تنزیل دارند (Barra & Falcone, 2024). پنجم، کیفیت نهادی با ارتقای سواد مالی، دسترسی به اطلاعات و اعتماد به بازار، ذهنیت سرمایه‌گذاران را از رفتارهای احساسی و گریز از بازار دور کرده و امکان ارزیابی واقع‌بینانه ریسک را فراهم می‌سازد. ششم، در امکان بروز رابطه مثبت میان عدم قطعیت و قیمت سهام، این نهادها هستند که مسیر اثرگذاری را مشخص می‌کنند، در نظام‌های نهادی قوی، افزایش عدم قطعیت به تقاضای منطقی‌تر برای حق بیمه ریسک (جایزه ریسک) و در نتیجه رشد باثبات قیمت سهام می‌انجامد، درحالی‌که در ساختارهای نهادی ضعیف، همین وضعیت ممکن است به نوسانات شدید و رفتارهای غیرعقلانی منجر شود (Asgharian et al., 2024). از این‌رو، کیفیت نهادی نه تنها به مثابه یک فیلتر عمل می‌کند که شدت و مسیر تأثیر عدم قطعیت جهانی بر بازارهای مالی را شکل می‌دهد، بلکه می‌تواند آن را از یک تهدید به یک فرصت تبدیل کند.

۲-۲. پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی به‌ویژه در سطح بین‌المللی پس از معرفی شاخص عدم قطعیت توسط بلوم^۱ (۲۰۰۹) که نقطه عطفی در این حوزه بود؛ به بررسی تأثیر عدم قطعیت‌های اقتصادی، سیاسی و سیاستی بر بازده بازارهای سهام پرداخته‌اند.

در ایران امینیان و همکاران (۱۳۹۷) با بهره‌گیری از روش پنل کوانتایل^۲ و داده‌های ماهانه دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶، به بررسی اثر شوک‌های نفتی و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازده سهام صنایع در شرایط مختلف بازار (رکود شدید، رکود، عادی، رونق و پرورق) پرداختند. نتایج نشان داد که شوک‌های نفتی در شرایط رکود شدید، رکود و وضعیت عادی بازار، اثر منفی و معناداری بر بازده سهام صنایع داشته‌اند، اما در شرایط رونق و پرورق این اثر معنادار نبوده است. همچنین نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی در شرایط رکود شدید اثر معناداری نداشته، اما در سایر حالات بازار، تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام صنایع برجای گذاشته است.

امیری و پیرداده بیرانوند (۱۳۹۸) با استفاده از مدل‌های خطی و غیرخطی مارکف - سوئیچینگ^۳ و داده‌های دوره ۱۳۶۰ تا ۱۳۹۵، به بررسی اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازده بازار سهام ایران پرداختند. در این تحقیق دو متغیر نرخ ارز و کسری بودجه به‌عنوان شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی در نظر گرفته شدند. نتایج نشان داد که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر بازده بازار سهام دارد. همچنین رابطه بین نااطمینانی و بازده سهام غیرخطی بوده و اثر نااطمینانی در رژیم با نوسانات بالا، شدیدتر و پایدارتر است.

اصولیان و همکاران (۱۳۹۹) با استفاده از الگوی خودتوضیح با وقفه گسترده^۴ (ARDL)، به بررسی اثر نوسانات نرخ ارز بر بازدهی غیرعادی شرکت‌های صادراتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که نوسانات نرخ ارز، به‌ویژه در کوتاه‌مدت، تأثیر قابل‌توجهی بر بازده غیرعادی شرکت‌ها دارد و این اثر با در نظر گرفتن متغیرهای دیگری چون سپرده قانونی بانک‌ها، تولید ناخالص داخلی و نرخ تورم بیشتر تقویت می‌شود.

رجبی (۱۴۰۲) با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)^۵ و داده‌های دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸، اثر بی‌ثباتی و نااطمینانی نرخ ارز را بر بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سه گروه صنایع صادرات‌محور، صادرات‌محور و صنایع کشاورزی و مواد غذایی بررسی کرد. او برای اندازه‌گیری بی‌ثباتی از الگوی گارچ^۶ و برای نااطمینانی از واریانس شرطی استفاده نمود. نتایج نشان داد که نوسانات نرخ ارز تنها بر بازده سهام شرکت‌های واردکننده تأثیر مثبت و معنادار دارد، اما در مورد شرکت‌های صادرکننده و صنایع کشاورزی و غذایی رابطه معناداری مشاهده نشد.

1. Bloom (2009)

2. Quantiles Panel Regression

3. Markov-Switching Model

4. Auto Regressive Distributed Lag model

5. Structural Vector Auto-regression (SVAR)

6. GARCH

شیرمردی و همکاران (۱۴۰۳) با استفاده از مدل خود بازگشت برداری ساختاری (SVAR) و داده‌های فصلی، به بررسی اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت نااطمینانی مالی، اقتصادی و سیاست‌های اقتصادی به‌عنوان ریسک سیستماتیک و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ به همراه مومنتوم به‌عنوان ریسک غیرسیستماتیک، بر بازده شاخص S&P بازار سهام نیویورک پرداختند. نتایج نشان داد که در کوتاه‌مدت، شوک‌های منفی ناشی از بازده سهام، سودآوری، اندازه شرکت و مومنتوم^۱ بیشترین تأثیر را دارند، درحالی‌که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی اثری مثبت بر بازده سهام داشته است. در بلندمدت، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، بازده سهام و نااطمینانی اقتصادی بیشترین اثر منفی را داشتند، درحالی‌که متغیرهایی مانند اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و سودآوری بیشترین تأثیر مثبت را بر بازده سهام داشته‌اند.

رستمی نوروزآباد و همکاران (۱۴۰۳) با استفاده از شاخص ترس و طمع CNN و داده‌های بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۲، به بررسی احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سهام پرداختند. نتایج نشان داد که بورس تهران بیشتر تحت تأثیر «احساس ترس» بوده و در سال ۱۳۹۲ احساس طمع غالب بوده است. در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۶ نیز بازار بیشتر فاقد احساسات نوسانی بود.

طاهری بازخانه و صدرآرا (۱۴۰۳) با استفاده از تبدیل موجک پیوسته و داده‌های دوره ۱۳۶۹ تا ۱۴۰۲، به بررسی رابطه میان نااطمینانی سیاست اقتصادی و بازده بازار سهام در ایران در حوزه زمان - فرکانس پرداختند. نتایج نشان داد که در افق‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت، بازده بازار سهام در گذشته موجب تحریک نااطمینانی سیاست اقتصادی بوده، اما این رابطه از دهه ۱۳۹۰ به بعد معکوس شده است؛ به‌طوری‌که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی موجب کاهش بازده سهام شده است.

بر خلاف مطالعات داخلی تحقیقات بین‌المللی عمدتاً بر دو محور اصلی متمرکز شده‌اند، نخست، بررسی مستقیم تأثیر عدم قطعیت بر بازده سهام و دوم، تأثیر کیفیت نهادی بر بازده سهام و تعدیل تأثیرات عدم قطعیت است. در حوزه‌ی نخست، بسیاری از مطالعات، تأثیر منفی عدم قطعیت بر بازده سهام را گزارش کرده‌اند. برای نمونه هوق و زیدی^۲ (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی بر بازده‌های بخشی بازار سهام مالزی، از مدل دومرحله‌ای مارکوف - سوئیچینگ استفاده کردند. نتایج حاکی از آن است که مدل‌های خطی قادر به شناسایی این اثرات نیستند، درحالی‌که مدل مارکوف - سوئیچینگ نشان داد که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی تأثیر معناداری بر بازده‌های بخشی، به‌جز بخش فناوری، دارد. این اثرات در رژیم‌های مختلف، شدت و جهت متفاوتی داشته و در اغلب موارد، اثرات منفی غالب بوده‌اند. نتایج همچنین بر وجود رابطه‌ای نامتقارن، غیرخطی و وابسته به رژیم بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی جهانی و بازده‌های بخشی تأکید دارد. چیانگ^۳ (۲۰۲۰) با استفاده از داده‌های ماهانه ژاپن و روش خودتوضیح با وقفه گسترده (ARDL)، نشان داد که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی منجر به کاهش بازده بازار سهام می‌شود.

1. Momentum

2. Hoque & Zaidi (2019)

3. Chiang (2020)

فرنچ و همکاران^۱ (۲۰۲۴) نیز با استفاده از داده‌های روزانه بازار سهام کلمبیا و روش گارچ، تأثیر منفی عدم قطعیت را بر جریان سرمایه‌گذاری تأیید کردند. در بررسی اثرات پاندمی کووید-۱۹، اوژلاده^۲ (۲۰۲۲) از روش رگرسیون کوانتایلی استفاده کرد و نشان داد که در شرایط نزولی بازار آمریکا، عدم قطعیت ناشی از کووید-۱۹ موجب افزایش بازدهی شده است. در مقابل، پربیش و کومار^۳ (۲۰۲۱) نشان دادند که بحران کووید-۱۹ اثر منفی بر بازار نفت و سهام کشور هند داشته است.

برخی مطالعات، تمرکز خود را بر اثرات بخشی یا منطقه‌ای نهاده‌اند. لیو و همکاران^۴ (۲۰۲۲) با استفاده از مدل خود رگرسیون برداری (VAR) و داده‌های آمریکا نشان دادند که عدم قطعیت ناشی از کووید نسبت به بحران مالی جهانی تأثیر بیشتری بر سهام انرژی‌های تجدیدپذیر دارد. در همین راستا، چیانگ^۵ (۲۰۲۵) با بهره‌گیری از داده‌های مربوط به سیاست‌گذاری اقلیمی و روش‌های پانلی پویا، اثر منفی این نوع از عدم قطعیت را بر بازده بازارهای مالی تأیید کرد. یاسار^۶ (۲۰۲۵) نیز با استفاده از مدل رگرسیون کوانتایل در بورس استانبول، به این نتیجه رسید که در سطوح مختلف بازده، شدت اثر عدم قطعیت متفاوت است.

در محور دوم، یعنی کیفیت نهادی، نگوین و همکاران^۷ (۲۰۲۲) با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)^۸ در بازارهای نوظهور نشان دادند که کیفیت نهادی به طور معناداری موجب کاهش نوسانات بازار سهام می‌شود. حبیب و همکاران^۹ (۲۰۲۳) نیز در مطالعه‌ای با استفاده از مدل پانل دیتا در کشورهای درحال توسعه، تأثیر مثبت و معنادار شاخص حکمرانی خوب را بر بازده سهام گزارش کرد. المصطفی^{۱۰} (۲۰۲۲) با بهره‌گیری از روش‌های گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و حداقل مربعات معمولی (OLS) در کشورهای منتخب، دریافت که کیفیت نهادی بالا می‌تواند آثار منفی بحران‌هایی همچون کووید-۱۹ را بر بازارهای مالی کاهش دهد. قادر و سرافراز^{۱۱} (۲۰۲۵) نیز با استفاده از مدل گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) نشان دادند که کیفیت نهادی در تعیین ساختار مطلوب سرمایه در شرکت‌ها نقش اساسی دارد. محمود و همکاران^{۱۲} (۲۰۲۵) نیز با تحلیل داده‌های عرضه اولیه سهام و استفاده از مدل‌های چندمتغیره، تأثیر کیفیت نهادی را بر تعدیل اثر آسیب‌پذیری اقلیمی بر بازده سهام اثبات کرد.

در مجموع، بررسی پیشینه تحقیق نشان می‌دهد که عدم قطعیت‌های اقتصادی، سیاسی و اقلیمی معمولاً تأثیری منفی بر بازده بازارهای سهام دارند، هرچند شدت و جهت این تأثیرات به ویژگی‌های بازار، ساختار نهادی و شرایط اقتصادی هر کشور وابسته است.

1. French et al. (2024)
2. Ojelade (2022)
3. Prabheesh & Kumar (2021)
4. Liu et al. (2022)
5. Chiang (2025)
6. Yaşar (2025)
7. Nguyen et al. (2022)
8. Generalized Method of Moments (GMM)
9. Habib et al. (2023)
10. Almustafa (2022)
11. Qadeer & Sarfraz (2025)
12. Mehmood & ElKelish (2025)

۳-۲. نوآوری پژوهش

بررسی پیشینه تحقیق نشان می‌دهد که ادبیات موجود عمدتاً بر دو محور متمرکز است، نخست، تأثیر مستقیم عدم قطعیت (به‌ویژه عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی) بر بازده سهام و دوم، نقش تعدیل‌کننده یا مستقیم کیفیت نهادی بر عملکرد بازارهای مالی. در سطح بین‌المللی، مطالعات متعددی (از جمله، Chiang, 2020; French, 2020; et al., 2024; Hoque & Zaidi, 2019) عمدتاً تأثیر منفی عدم قطعیت بر بازده سهام را تأیید کرده‌اند، هرچند شدت و جهت این تأثیر به ویژگی‌های بازار و ساختار نهادی هر کشور وابسته است. در مقابل، برخی پژوهش‌ها (از جمله، Alm Mustafa, 2022; Habib et al., 2023; Nguyen et al., 2022) نشان داده‌اند که کیفیت نهادی بالا می‌تواند نوسانات بازار سهام را کاهش دهد و آثار منفی شوک‌هایی نظیر بحران‌های جهانی را تعدیل کند. در سطح ملی نیز برخی مطالعات (مانند، امینیان و همکاران، ۱۳۹۸؛ امیری و پیرداده بیرانوند، ۱۳۹۸ و رجبی، ۱۴۰۲) عمدتاً با استفاده از مدل‌های خطی و با تأکید بر نرخ ارز، قیمت نفت و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، رابطه منفی این متغیرها را با بازده سهام نشان داده‌اند. نوآوری پژوهش حاضر در مقایسه با مطالعات پیشین، در سه سطح مطرح است، نخست، به‌جای شاخص‌های متداول و محدود مانند عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی یا مدل‌های سری زمانی گارچ، از شاخص جامع‌تر و به‌روزتر عدم قطعیت جهانی (WUI) استفاده شده است که ابعاد سیاسی و ژئوپلیتیکی را نیز پوشش می‌دهد. دوم، برخلاف اغلب پژوهش‌های داخلی که مبتنی بر روابط خطی هستند، این تحقیق با بهره‌گیری از روش رگرسیون آستانه‌ای، امکان وجود رابطه غیرخطی و وابسته به رژیم را میان عدم قطعیت جهانی و بازده سهام ایران بررسی می‌کند. سوم و مهم‌تر اینکه، این مطالعه برای نخستین‌بار تغییرات کیفیت نهادی را به‌عنوان متغیر آستانه‌ای در نظر می‌گیرد و در پی آن است که نشان دهد چگونه عبور از آستانه‌ای مشخص از کیفیت نهادی، نه تنها شدت، بلکه جهت تأثیر متغیرهایی نظیر نرخ ارز، قیمت نفت و عدم قطعیت جهانی را بر بازده بازار سهام ایران تغییر می‌دهد. به‌عبارت‌دیگر، نوآوری اصلی در بررسی و شناسایی نقش فیلتری و تعدیل‌کننده کیفیت نهادی به‌عنوان عاملی کلیدی است که می‌تواند تهدیدات ناشی از شوک‌های خارجی را به فرصت‌های رشد بازار سرمایه تبدیل کند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

به‌منظور بررسی اثرات عدم قطعیت جهانی بر بازده بازار سهام ایران با تأکید بر نقش کیفیت نهادی در دوره ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۲، از یک چارچوب مفهومی مبتنی بر نظریه‌های مالی رفتاری و اقتصاد کلان باز استفاده شده است. این چارچوب، بر پایه مطالعات هوق و زیدی (۲۰۱۹) و نکوین و همکاران (۲۰۲۲)^۱ و کارائومر^۲ (۲۰۲۴) ترکیبی از متغیرهای اقتصاد کلان، جهانی و نهادی را در تبیین رفتار بازار سهام در نظر می‌گیرد. در ادبیات نظری و تجربی، عوامل مختلفی بر نوسانات و بازده بازار سهام تأثیرگذار شناخته شده‌اند. نرخ ارز (EX) به‌عنوان یکی از شاخص‌های کلیدی اقتصاد کلان داخلی، می‌تواند از طریق اثرگذاری بر هزینه واردات، درآمدهای صادراتی و

1. Nguyen et al. (2022)

2. Karaömer (2024)

انتظارات سرمایه‌گذاران، رفتار بازار سهام را تحت تأثیر قرار دهد. قیمت نفت (OIL) نیز به‌ویژه در اقتصادهای وابسته به صادرات انرژی مانند ایران، از اهمیت بالایی برخوردار است و نوسانات آن می‌تواند نقش مستقیمی در سودآوری شرکت‌ها، بودجه دولت و جریان نقدینگی در بازار سهام ایفا کند. شاخص کیفیت نهادی (INS) نمایانگر ابعاد حکمرانی مؤثر، کنترل فساد، پاسخگویی نهادی و ثبات سیاسی است. نهادهای باکیفیت با ایجاد محیطی شفاف، قابل‌پیش‌بینی و قانون محور، زمینه افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک‌های غیرسیستمی را فراهم می‌آورند. از سوی دیگر، شاخص عدم قطعیت سیاست‌های جهانی (WUI) بیانگر میزان بی‌ثباتی و نااطمینانی حاکم بر سیاست‌های جهانی است. افزایش در این شاخص می‌تواند موجب کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به پذیرش ریسک، تعویق در تصمیم‌گیری و افزایش نوسانات بازار شود؛ بنابراین، مدل مفهومی تحقیق به صورت در رابطه (۱) در نظر گرفته شده است.

$$R_t = f(EX_t, OIL_t, INS_t, WUI_t) \quad (1)$$

که در آن، R؛ متغیر وابسته و نشان‌دهنده بازده بازار سهام است. EX؛ نرخ ارز و OIL؛ قیمت نفت اوپک است. داده‌های این متغیرها از بانک داده وزارت امور اقتصادی و دارایی^۱ جمع‌آوری شده است. همچنین WUI معرف شاخص عدم قطعیت جهانی است که از سوی بانک فدرال رزرو سنت‌لوئیس^۲ و به نقل از مطالعه آهیر و همکاران (۲۰۲۲) منتشر می‌شود و دارای مقیاس بین ۰ تا ۱ است؛ یکی از تفاوت‌های قابل توجه این شاخص این است که شاخص بیکر و همکاران (۲۰۱۶) تنها عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های پولی، مالی و تجاری را پوشش می‌دهد. درحالی‌که شاخص عدم قطعیت جهانی علاوه بر موارد ذکر شده عدم اطمینان ناشی از وقایع سیاسی را نیز در بر می‌گیرد. علاوه بر این در معادله ۱ متغیر INS نشان‌دهنده شاخص کیفیت نهادی است. این متغیر با پنج شاخص (۱) کنترل فساد، (۲) پاسخگویی دموکراتیک، (۳) قانون و نظم، (۴) کیفیت بوروکراسی و (۵) ثبات دولت اندازه‌گیری می‌شود. داده‌های این شاخص‌های کیفیت نهادی از گزارش ریسک بین‌المللی^۳ (ICRG) که توسط گروه خدمات ریسک عمومی^۴ (PSR) تهیه شده است، استخراج شده‌اند. سه شاخص اول کیفیت نهادی در مقیاس ۰ تا ۶، درحالی‌که دو شاخص آخر به ترتیب در مقیاس‌های ۰ تا ۴ و ۰ تا ۱۲ قرار دارند. برای اطمینان از تفسیر یکنواخت و قابلیت مقایسه، مطابق با مطالعه اولانی و آدکون^۶ (۲۰۲۲) این شاخص‌های کیفیت نهادی به مقیاس ۰ تا ۱۰ باز مقیاس‌دهی شده‌اند. شاخص‌های کیفیت نهادی به صورت مستقل از یکدیگر در نظر گرفته نمی‌شوند تا از این ایده حمایت شود که هر یک از شاخص‌های کیفیت نهادی به تنهایی نمی‌تواند وضعیت توسعه نهادی در یک اقتصاد را تعیین کند. میان این شاخص‌ها پیوند و تعامل متقابل وجود دارد. بر اساس این شرط، میانگین مقادیر این پنج شاخص محاسبه شده که منجر به تولید یک شاخص کلی کیفیت نهادی می‌شود. مقادیر بالا نشان‌دهنده کیفیت نهادی قوی و مقادیر پایین نشان‌دهنده نهادهای ضعیف هستند. کنترل فساد، پاسخگویی

1. <https://databank.mefa.ir/data>

2. <https://fred.stlouisfed.org/series/wuiirm>

3. International Country Risk Guide

4. Public Risk Services

5. <https://www.prsgroup.com/explore-our-products/icrg/>

6. Olaniyi & Adedokun (2022)

دموکراتیک و قانون و نظم در ابتدا در مقیاس ترتیبی ۰ تا ۶ قرار دارند. این سه شاخص به مقیاس ۰ تا ۱۰ با استفاده از فرمول $\frac{x}{6} \times 10$ بازتعریف می‌شوند که در آن امتیاز کشور در سال t است. کیفیت بوروکراسی از مقیاس ۰ تا ۴ به مقیاس ۰ تا ۱۰ با استفاده از فرمول $\frac{x}{4} \times 10$ بازتعریف می‌شود. همچنین ثبات دولت در ابتدا در مقیاس ۰ تا ۱۲ قرار دارد. این شاخص نیز با استفاده از فرمول $\frac{x}{12} \times 10$ به مقیاس ۰ تا ۱۰ بازتعریف می‌شود. این فرایندهای بازتعریف به منظور ارائه تفسیرهای یکنواخت و قابل مقایسه انجام شده‌اند در ادامه، پنج شاخص کیفیت نهادی میانگین‌گیری می‌شوند تا یک شاخص کلی کیفیت نهادی به صورت زیر ساخته شود؛ این شاخص نمای کلی از کیفیت نهادی را ارائه می‌دهد.

$$INS_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n INS_{j,t} \quad (2)$$

باتوجه به مطالعه هوق و زیدی (۲۰۱۹)، به منظور تبدیل داده‌های خام متغیرهای کلان اقتصادی به سری‌های زمانی قابل استفاده در تحلیل‌های تجربی، از تغییرات لگاریتمی به صورت درصدی در معادلات ۳ تا ۷ استفاده شده است.

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \times 100 \quad (3)$$

$$\Delta EX_t = \ln\left(\frac{EX_t}{EX_{t-1}}\right) \times 100 \quad (4)$$

$$\Delta OILprice_t = \ln\left(\frac{OILprice_t}{OILprice_{t-1}}\right) \times 100 \quad (5)$$

$$\Delta WUI_t = \ln\left(\frac{WUI_t}{WUI_{t-1}}\right) \times 100 \quad (6)$$

$$\Delta INS_t = \ln\left(\frac{INS_t}{INS_{t-1}}\right) \times 100 \quad (7)$$

در معادلات بالا، R_t بیانگر بازده فصلی سهام است که از تغییرات لگاریتمی قیمت سهام در دو فصل متوالی محاسبه می‌شود. ΔEX_t ، EX_t و EX_{t-1} به ترتیب نشان‌دهنده تغییرات فصلی نرخ ارز، نرخ ارز جاری و نرخ ارز در فصل گذشته هستند. همچنین، $\Delta OILprice_t$ ، $OILprice_t$ و $OILprice_{t-1}$ به ترتیب معرف تغییرات فصلی قیمت نفت، قیمت نفت در فصل جاری و قیمت نفت در فصل قبل هستند. شاخص عدم قطعیت جهانی با نماد ΔWUI_t ، WUI_t و WUI_{t-1} نیز به ترتیب تغییرات فصلی، مقدار جاری و مقدار گذشته شاخص عدم قطعیت جهانی را نشان می‌دهد. در نهایت، شاخص کیفیت نهادی با نماد ΔINS_t ، INS_t و INS_{t-1} به ترتیب نشان‌دهنده تغییرات فصلی، سطح جاری و سطح گذشته کیفیت نهادی است؛ بنابراین مدل اقتصادسنجی به صورت معادله ۸ در نظر گرفته می‌شود.

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta EX_t + \beta_2 \Delta OILprice_t + \beta_3 \Delta INS_t + \beta_4 \Delta WUI_t + \varepsilon_t \quad (8)$$

در معادله ۸، عرض از مبدأ β_0 ، β_1 ، β_2 ، β_3 و β_4 نمایانگر ضرایب و ε_t جمله خطا است. روش رگرسیون آستانه‌ای به طور عمده برای تحلیل روابط غیر خطی و بررسی تأثیرات یک متغیر توضیحی بر متغیر وابسته در دو یا چند رژیم مختلف بر اساس یک متغیر آستانه‌ای استفاده می‌شود. در این روش، فرض بر این است که روابط بین متغیرها در شرایط مختلف یا در هنگام عبور از یک سطح خاص تغییر می‌کنند. این مدل به‌ویژه در مواقعی که تأثیرات یک متغیر بر متغیر وابسته به وضعیت‌های مختلف اقتصادی، اجتماعی یا سیاسی بستگی دارد، مفید است؛ به عبارت دیگر، در مدل رگرسیون آستانه‌ای، هنگامی که یک متغیر آستانه‌ای از یک سطح مشخص عبور می‌کند، تأثیرات سایر متغیرها بر متغیر وابسته تغییر می‌کند. در این مدل، متغیر آستانه‌ای به عنوان یک عامل تعیین کننده برای تغییر رژیم‌ها عمل می‌کند؛ به عبارت دیگر، متغیر آستانه‌ای می‌تواند شاخصی باشد که بر اساس آن، مدل به دو یا چند حالت مختلف تقسیم می‌شود و روابط بین متغیرها در هر یک از این حالت‌ها به طور مستقل تحلیل می‌شوند. مدل رگرسیون آستانه‌ای در این تحقیق به صورت رابطه ۹ تعریف می‌شود.

$$R_t = \begin{cases} \alpha_1 + \beta_{11} \Delta EX_t + \beta_{12} \Delta OILprice_t + \beta_{13} \Delta INS_t + \beta_{14} \Delta WUI_t + \varepsilon_t & \text{if } q_t < \gamma \\ \alpha_2 + \beta_{21} \Delta EX_t + \beta_{22} \Delta OILprice_t + \beta_{23} \Delta INS_t + \beta_{24} \Delta WUI_t + \varepsilon_t & \text{if } q_t \geq \gamma \end{cases} \quad (9)$$

در معادله بالا q_t نشان دهنده متغیر آستانه‌ای (متغیری که تغییر رژیم را تعیین می‌کند) و γ مقدار آستانه‌ای رژیم‌ها را نشان می‌دهد؛ همچنین α_1 و α_2 ضرایب ثابت در هر رژیم هستند.

۴. یافته‌های پژوهش

در جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق بر اساس تغییرات لگاریتمی فصلی و به صورت درصد ارائه شده است (معادلات ۲ تا ۷)؛ به عبارت دیگر، بازده بازار سهام (R) و تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی شامل نرخ ارز (ΔEX)، قیمت نفت ($\Delta OILprice$)، کیفیت نهادی (ΔINS) و شاخص عدم قطعیت جهانی (ΔWUI) بر اساس اختلاف لگاریتمی دو فصل متوالی محاسبه و سپس در صد بیان شده‌اند. این واحدگذاری امکان مقایسه و تحلیل آماری دقیق تر را فراهم می‌کند و اثر مقیاس متغیرها را حذف می‌کند. میانگین بازده بازار سهام برابر با ۸/۹۹ بوده و باتوجه به بیشینه ۹۰/۷۱ و کمینه ۱۲/۷۵- و انحراف معیار ۱۷/۲۶، نشان دهنده نوسانات شدید در بازار سرمایه ایران طی دوره مورد بررسی است. چولگی مثبت (۱/۹۰) و کشیدگی بالا (۹/۴۶) حاکی از آن است که در برخی دوره‌ها شوک‌های قوی مثبت موجب بازدهی غیرعادی شده‌اند. نرخ ارز با میانگین ۶/۸۷ و دامنه تغییرات گسترده بین ۱۴/۷۱- تا ۱۰۷/۲۸ و انحراف معیار ۱۷/۰۸ نیز نوسانات شدیدی را نشان می‌دهد؛ چولگی بالا (۳/۷۳) و کشیدگی قابل توجه (۲۱/۴۲) حاکی از توزیع بسیار نامتقارن آن و احتمال وجود جهش‌های ارزی است. قیمت نفت با میانگین ۰/۶۴ و انحراف معیار ۱۸/۳۳ دارای نوسانات قابل توجهی بوده و چولگی منفی (۱/۲۷-) و کشیدگی بالا (۸/۹۶) نشان دهنده توزیع با تمرکز در سطوح بالاتر و وقوع افت‌های شدید قیمت است. شاخص کیفیت نهادی با میانگین منفی (۰/۲۱-) و انحراف معیار ۱/۷۴ بیانگر ضعف در ساختار نهادی کشور طی دوره مورد مطالعه است؛ همچنین چولگی منفی و کشیدگی بالا حاکی از فراوانی مقادیر پایین این شاخص است. شاخص عدم قطعیت جهانی با میانگین ۲/۰۴ و انحراف معیار بسیار بالا (۶۴/۲۸) بیشترین نوسانات را در بین متغیرها دارد که این موضوع نشان دهنده تأثیرپذیری شدید اقتصاد کشور از تحولات جهانی است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

مشخصات	R	ΔEX	$\Delta OILprice$	ΔINS	ΔWUI
میانگین	۸/۹۹	۶/۸۷	۰/۶۴	-۰/۲۱	۲/۰۴۳
میان	۵/۳۷	۲/۳۱	۱/۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
حداکثر	۹۰/۷۱	۱۰۷/۲۸	۵۲/۳	۵/۴۳۹	۱۴۷/۸۵
حداقل	-۱۲/۷۵	-۱۴/۷۱	-۸۰/۵۵	-۷/۲۹۴	-۱۵۵/۶۸
انحراف معیار	۱۷/۲۶	۱۷/۰۸	۱۸/۳۳	۱/۷۴۷	۶۴/۲۸
چولگی	۱/۹۰	۳/۷۳	-۱/۲۷	-۰/۵۲۷	۰/۱۴
کشیدگی	۹/۴۶	۲۱/۴۱	۸/۹۶	۸/۴۳۸	۳/۴۳
مشاهدات	۶۰	۶۰	۶۰	۶۰	۶۰

منبع: یافته‌های تحقیق

به‌منظور جلوگیری از بروز مشکل رگرسیون کاذب و اطمینان از ایستایی سری‌های زمانی فصلی، آزمون ریشه واحد فصلی هگی^۱ برای متغیرهای تحقیق انجام شد. این آزمون قادر است به‌صورت هم‌زمان وجود ریشه واحد غیر فصلی (با فراوانی صفر) و ریشه واحد فصلی (با فراوانی نیمسال و فصلی) را بررسی کند. نتایج آزمون، در جدول ۲، نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای تحقیق مانا هستند؛ به عبارت دیگر فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد غیر فصلی و فصلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

جدول ۲: نتایج آزمون ریشه واحد هگی در سطح

متغیر	نوع ریشه واحد	آماره آزمون	مقدار بحرانی در سطح احتمال		نتیجه آزمون
			۵ درصد	۱۰ درصد	
R	غیر فصلی	-۲/۳۹	-۱/۹۲	-۱/۶۰	I(۰)
	فصلی	۱۲/۲۲	۷/۹۹	۳/۷۳	I(۰)
$\Delta OILprice$	غیر فصلی	-۳/۶۲	-۱/۹۲	-۱/۶۰	I(۰)
	فصلی	۱۳/۸۴	۷/۹۹	۳/۷۳	I(۰)
ΔEX	غیر فصلی	-۲/۹۲	-۱/۹۲	-۱/۶۰	I(۰)
	فصلی	۱۳/۰۱	۷/۹۹	۳/۷۳	I(۰)
ΔINS	غیر فصلی	-۲/۸۶	-۱/۹۲	-۱/۶۰	I(۰)
	فصلی	۲۵/۰۱	۷/۹۹	۳/۷۳	I(۰)
ΔWUI	غیر فصلی	-۵/۵۶	-۱/۹۲	-۱/۶۰	I(۰)
	فصلی	۸/۷۸	۷/۹۹	۳/۷۳	I(۰)

منبع: یافته‌های تحقیق

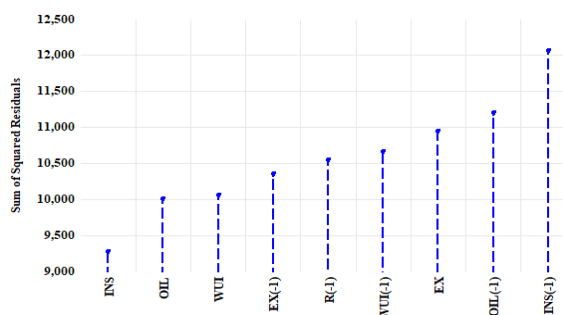
پس از بررسی ایستایی، گام بعدی ارزیابی فرض غیرخطی بودن مدل است. برای این منظور، از آزمون بروک-دشرت-شاینکمن (BDS) برای شناسایی وابستگی‌های غیرخطی در داده‌ها استفاده شده است. نتایج آزمون BDS در جدول ۳ نشان می‌دهد که برای ابعاد مختلف (از ۲ تا ۶)، مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ است که فرضیه صفر (وابستگی خطی) را رد و وابستگی‌های غیرخطی در داده‌ها را تأیید می‌کند؛ بنابراین، برای مدل‌سازی دقیق‌تر و بهبود پیش‌بینی‌ها، استفاده از مدل‌های غیرخطی مانند مدل رگرسیون آستانه‌ای ضروری است.

جدول ۳: نتایج آزمون بروک-دشرت-شاینکمن (BDS)

ابعاد	آماره BDS	انحراف معیار	احتمال
۲	۰/۰۲۷	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲
۳	۰/۰۴۴	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱
۴	۰/۰۵۵	۰/۰۱۷	۰/۰۰۱
۵	۰/۰۵۶	۰/۰۱۷	۰/۰۰۱
۶	۰/۰۵۳	۰/۰۱۷	۰۰۲

منبع: یافته‌های تحقیق

در بررسی متغیر آستانه، نتایج نمودار شکل ۱ نشان می‌دهد که مدل با استفاده از INS به‌عنوان متغیر آستانه‌ای، با کمترین مقدار SSR، بهترین تطابق را با داده‌ها دارد.



شکل ۱: مجموع مربعات پسماندها

منبع: یافته‌های تحقیق

برای بررسی بهتر در جدول ۴ نتایج تعیین متغیر آستانه و در جدول ۵ نتایج تعیین مقدار آستانه؛ به همراه تعداد رژیم‌ها با استفاده از روش بای‌پرون^۲ ارائه شده است. بر اساس نتایج جدول ۴ کیفیت نهادی به‌عنوان متغیر آستانه انتخاب می‌شود؛ همچنین بر اساس نتایج جدول ۵ فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود شکست ساختاری باتوجه به آماره F و مقدار مقیاس آن رد شده است؛ بنابراین وجود یک شکست ساختاری با دو رژیم باتوجه به سطح آستانه ۰/۵۶ - تأیید می‌شود.

جدول ۴: نتایج آزمون تعیین متغیر آستانه

متغیر	نماد	تعداد رژیم	مجموع مربعات پسماندها
وقفه بازده سهام	R (-1)	۲	۱۰۵۴۳
نرخ ارز	ΔEX	۲	۱۰۹۳۹
قیمت نفت	$\Delta OILprice$	۲	۹۹۹۴
کیفیت نهادی	ΔINS	۲	۹۲۶۸
عدم قطعیت جهانی	ΔWUI	۲	۱۰۰۴۴
وقفه نرخ ارز	$\Delta EX (-1)$	۲	۱۰۳۵۰
وقفه قیمت نفت	$\Delta OILprice (-1)$	۲	۱۱۱۹۶
وقفه کیفیت نهادی	$\Delta INS (-1)$	۲	۱۲۰۵۵
وقفه عدم قطعیت جهانی	$\Delta WUI (-1)$	۲	۱۰۶۵۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۵: نتایج آزمون شکست ساختاری متغیر آستانه

مشخصات	آماره F	آماره F مقیاس	مقدار بحرانی
صفر در مقابل یک آستانه	۹۲۲	۴۶۱۰	۲۲/۴
مقدار آستانه	-۰/۵۶۳		

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج حاصل از برآورد مدل آستانه‌ای گسسته نشان می‌دهد که کیفیت نهادی (INS) به‌عنوان متغیر آستانه انتخاب شده و مقدار آستانه‌ای تغییرات آن برابر با $-۰/۵۶$ برآورد شده است. این یافته به‌وضوح بیانگر این است که اثر سایر متغیرهای توضیحی بر بازده بازار سهام به بازده و سطح کیفیت نهادی وابسته است و عبور از این آستانه، رفتار بازار و حساسیت آن نسبت به شوک‌های داخلی و خارجی را تغییر می‌دهد.

در رژیم اول (آستانه تغییرات کیفیت نهادی پایین‌تر از $-۰/۵۶$)، تغییرات نرخ ارز اثر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد (ضریب $-۰/۲$). این اثر منفی نشان می‌دهد که در شرایط ضعف نهادی، نوسانات ارزی با افزایش بی‌ثباتی بازار، نااطمینانی فعالان اقتصادی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران همراه است و به افت بازده سهام منجر می‌شود. در واقع، در نبود نهادهای کارآمد برای پیش‌بینی و مدیریت تغییرات ارزی، سرمایه‌گذاران نسبت به آینده بازار دیدگاه منفی پیدا می‌کنند و تغییرات نرخ ارز به یک عامل فشار منفی برای بازار تبدیل می‌شود. این یافته‌ها با مطالعات امیری و پیرداده بیرانوند (۱۳۹۸) و رجبی (۱۴۰۲) هم‌راستا هستند که نشان می‌دهند نوسانات نرخ ارز در شرایط ضعف نهادی تأثیرات منفی بر بازده سهام دارد. در مقابل، در رژیم دوم که آستانه تغییرات کیفیت نهادی بالاتر از $-۰/۵۶$ است، تغییرات نرخ ارز اثر مثبت و معناداری بر بازده بازار دارد (ضریب $۰/۲۲$). در این شرایط، نهادهای کارآمد با مدیریت بهتر نوسانات ارزی، کاهش ریسک و ارتقای شفافیت، امکان بهره‌برداری از

نوسانات نرخ ارز را به عنوان فرصتی برای تقویت صادرات و افزایش سودآوری شرکت‌های صادرات‌محور فراهم می‌کنند. در نتیجه، نرخ ارز در حضور نهادهای قوی‌تر می‌تواند به یک عامل مثبت برای رشد بازار سهام تبدیل شود. این نتیجه با مطالعات داویس و چوی (۲۰۲۲) و آرو و همکاران (۲۰۲۳) هم‌راستا است که نشان داده‌اند نهادهای قوی می‌توانند تأثیرات منفی شوک‌های ارزی را کاهش داده و آن را به یک فرصت برای توسعه بازار تبدیل کنند.

کیفیت نهادی خود در هر دو رژیم اثر مثبت و معناداری بر بازده بازار دارد، اما در رژیم دوم این اثر قوی‌تر است (ضریب ۰/۹۵ در مقابل ۰/۳۳ در رژیم اول). این نتیجه نشان می‌دهد که با تقویت نهادهای، شفافیت و ثبات سیاست‌ها افزایش یافته و فضای سرمایه‌گذاری امن‌تر می‌شود. در این شرایط، بازار قادر است اثرات منفی سایر شوک‌ها را تعدیل کند و سرمایه‌گذاران با اعتماد بیشتری در بازار سهام فعالیت نمایند. این یافته با مطالعات نگوین و همکاران (۲۰۲۲) و حبیب و همکاران (۲۰۲۳) هم‌راستا است که نشان می‌دهند نهادهای کارآمد می‌توانند نوسانات بازار را کاهش دهند و اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت کنند.

اثر تغییرات قیمت نفت بر بازده بازار نیز وابسته به سطح کیفیت نهادی است. در رژیم اول، تغییرات قیمت نفت اثر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد (ضریب ۱/۰۴-). این نتیجه نشان می‌دهد که در شرایط ضعف نهادی، اقتصاد به شدت به درآمدهای نفتی وابسته است و نوسانات قیمت نفت با ایجاد نگرانی نسبت به درآمدهای دولت و عملکرد شرکت‌ها، انتظارات سرمایه‌گذاران را منفی می‌کند. در این شرایط، بازار قادر به جذب شوک‌های نفتی نیست و بی‌ثباتی در قیمت نفت مستقیماً بازده بازار را کاهش می‌دهد. در رژیم دوم، اثر تغییرات قیمت نفت دیگر معنادار نیست (ضریب ۰/۰۵) که نشان می‌دهد در حضور نهادهای کارآمد و شفاف، بازار نسبت به شوک‌های نفتی مقاوم شده است. نهادهای قوی با کاهش حساسیت بازار به تحولات نفتی، توانایی اقتصاد را برای جذب شوک‌های خارجی بدون ایجاد نوسانات شدید افزایش می‌دهند. این یافته‌ها هم‌راستا با مطالعات رجبی (۱۴۰۲) و شیرمردی و همکاران (۱۴۰۳) هستند که نشان داده‌اند نهادهای کارآمد می‌توانند اثرات نوسانات نفتی را کاهش دهند و اقتصاد را به شکل مقاوم‌تری در برابر این شوک‌ها نگه دارند.

شاخص عدم قطعیت جهانی نیز به وضوح در رفتار بازار تحت تأثیر کیفیت نهادی متفاوت عمل می‌کند. در رژیم اول، اثر آن منفی است و نشان‌دهنده انتقال سریع شوک‌های بیرونی به بازار داخلی در شرایط ضعف نهادی است. در مقابل، در رژیم دوم، اثر این شاخص مثبت و معنادار است که می‌تواند ناشی از ورود سرمایه‌های فراری و جایگزینی دارایی‌ها باشد. در شرایط نهادی قوی، بازار می‌تواند از شوک‌های جهانی به عنوان فرصتی برای جذب منابع مالی جدید استفاده کند و بدین ترتیب، نااطمینانی جهانی به جای تهدید، محرکی برای افزایش بازده بازار شود. به عبارت دیگر، کیفیت نهادی نقش واسطه‌ای در بهره‌برداری بازار از فرصت‌های ناشی از نااطمینانی جهانی دارد. در حضور نهادهای قوی، شوک‌های جهانی می‌توانند موجب ورود سرمایه‌های فراری یا جریان‌های سرمایه‌ای جایگزین به بازار ایران شوند و به جای کاهش بازده، به رشد بازار منجر گردند. این نتایج با مطالعات نگوین و همکاران (۲۰۲۲) و المصطفی (۲۰۲۲) هم‌راستا است که نشان داده‌اند نهادهای کارآمد می‌توانند از شوک‌های جهانی به عنوان فرصتی برای جذب سرمایه‌های جدید استفاده کنند و آن‌ها را به رشد بازار تبدیل نمایند.

در مجموع، این یافته‌ها نشان می‌دهند عبور از آستانه بازده نهادی باعث می‌شود که بازار نسبت به نوسانات داخلی و شوک‌های جهانی مقاوم‌تر شود، نرخ ارز و قیمت نفت اثرات متفاوتی داشته باشند و سرمایه‌گذاران با اعتماد بیشتری در بازار فعالیت کنند. این نتایج همسو با مطالعات داویس و چوی (۲۰۲۲) و آرو و همکاران (۲۰۲۳) است که نشان می‌دهند نهادهای قوی می‌توانند اثرات منفی بی‌ثبات‌کننده را خنثی کنند و رشد پایدار بازارهای مالی را تسهیل نمایند.

جدول ۶: نتایج برآورد مدل

متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
رژیم اول: متغیر آستانه کوچک‌تر از -0.563382 ($INS < -0.56$) - تعداد مشاهدات ۱۵					
نرخ ارز	ΔEX	-0.207	0.015	-13.126	0.000
قیمت نفت	$\Delta OILprice$	-1.048	0.009	-107.43	0.000
کیفیت نهادی	ΔINS	1.032	0.344	2.99	0.004
عدم قطعیت جهانی	ΔWUI	-0.178	0.007	-25.28	0.000
عرض از مبدأ	C	16.011	1.786	8.96	0.000
رژیم دوم: متغیر آستانه بزرگ‌تر از -0.563382 ($INS \geq -0.56$) - تعداد مشاهدات ۴۵					
نرخ ارز	ΔEX	0.226	0.026	8.563	0.000
قیمت نفت	$\Delta OILprice$	0.052	0.039	1.316	0.194
کیفیت نهادی	ΔINS	1.951	0.233	8.361	0.000
عدم قطعیت جهانی	ΔWUI	0.014	0.007	2.013	0.049
عرض از مبدأ	C	5.050	0.529	9.544	0.000
آزمون‌های تشخیصی					
ضریب تعیین ^۱		0.46			
ضریب تعیین تعدیل شده ^۲		0.36			
آزمون F [احتمال]		$[0.000] 4.74$			
همبستگی سریالی ^۳ [احتمال]		$[0.354] 0.928$			
ناهمسانی واریانس ^۴ [احتمال]		$[0.339] 1.058$			
جاک - برا ^۵ [احتمال]		$[0.32] 2.233$			

منبع: یافته‌های تحقیق

1. R-squared
2. Adjusted R-squared
3. Serial Correlation
4. Heteroskedasticity Test
5. Jarque-Bera

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق با استفاده از داده‌های دوره ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۲ و روش رگرسیون آستانه‌ای، نقش کیفیت نهادی در تعدیل اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده بازار سهام تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که رابطه بین بازده بازار سهام و متغیرهایی مانند نرخ ارز، قیمت نفت و شاخص عدم قطعیت جهانی وابسته به سطح کیفیت نهادی است و دارای ساختاری آستانه‌ای است. به عبارت دیگر، در سطوح بالاتر کیفیت نهادی، اثرات منفی نوسانات اقتصادی و شوک‌های خارجی بر بازار سهام تعدیل می‌شود و بازار توانایی بیشتری برای مقاومت در برابر نوسانات دارد. بر اساس این یافته‌ها، تقویت قوانین حاکمیت شرکتی، به‌ویژه در حوزه بهبود نظارت بر عملکرد مدیران، شفافیت در اتخاذ تصمیمات و ارتقای روش‌های حسابرسی داخلی، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را به طور قابل توجهی افزایش دهد و ثبات بازار را ارتقا بخشد. نهادهای نظارتی کارآمد با تعدیل اثرات منفی شوک‌ها می‌توانند ریسک‌های غیرقابل پیش‌بینی را کاهش داده و محیط سرمایه‌گذاری را امن‌تر کنند؛ از این رو تقویت نهادهایی مانند سازمان بورس، بانک مرکزی و سایر دستگاه‌های نظارتی، شامل افزایش قدرت نظارت بر شرکت‌ها، بررسی صحت و سقم اطلاعات مالی و جلوگیری از دست‌کاری بازار، ضروری است.

در زمینه تأثیر نرخ ارز و قیمت نفت بر بازده بازار سهام، استفاده از ابزارهای مدیریت ریسک مؤثر، مانند قراردادهای آتی و مشتقه و سازوکارهای بیمه‌ای برای مقابله با نوسانات نفتی، توصیه می‌شود تا حساسیت بازار به شوک‌های خارجی کاهش یابد. هماهنگی مستقیم بین سیاست‌های اقتصادی و کیفیت نهادی اهمیت بالایی دارد؛ اجرای سیاست‌های ارزی و مالی باید همراه با اصلاحات نهادی باشد تا اثرات منفی نوسانات نرخ ارز به حداقل برسد. تشکیل کمیته‌های مشورتی متشکل از نهادهای اقتصادی و نظارتی می‌تواند در این زمینه هماهنگی سیاست‌ها را ارتقا دهد.

با توجه به اهمیت شفافیت اطلاعاتی در بازار سهام، تقویت زیرساخت‌های فناوری اطلاعات و ارتباطات، به‌ویژه ایجاد پلتفرم‌های دیجیتال برای انتشار به‌موقع اخبار و اطلاعات مالی، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و ریسک ناشی از عدم اطلاع را کاهش دهد. تأثیر مثبت کیفیت نهادی بر جذب سرمایه‌های فراری در شرایط شوک‌های جهانی نشان می‌دهد که سیاست‌های تشویقی برای جذب سرمایه‌های خارجی، شامل تسهیل فرایندهای سرمایه‌گذاری، کاهش موانع قانونی و بهبود امنیت سرمایه‌گذاری، می‌تواند نقش مهمی در توسعه بازار داشته باشد.

لازم است اشاره شود که یکی از محدودیت‌های این تحقیق، عدم دسترسی به داده‌های فصلی کیفیت نهادی برای سال‌های قبل از ۱۳۸۸ بود که امکان تحلیل‌های دقیق‌تر و جزئی‌تر را محدود کرده است. برای مطالعات آتی، پیشنهاد می‌شود اثر تحریم‌ها نیز به مدل‌های تحلیل اضافه شود تا بتوان به درک عمیق‌تری از تأثیرات سیاست‌های بین‌المللی و اقتصادی بر بازده بازار سهام و کیفیت نهادی دست یافت.

توضیحات تکمیلی

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان در نگارش مقاله سهم و نقش یکسان داشته‌اند.

تضاد منافع

نویسندگان اعلام می‌کنند که هیچ‌گونه تضاد منافع در این پژوهش وجود ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچ‌گونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

سپاسگزاری (تقدیر و تشکر)

نویسندگان از تمامی افرادی که با نظرات سازنده و راهنمایی‌های خود در بهبود کیفیت این مقاله نقش داشته‌اند، تشکر می‌کنند.

شناسه اُرکید (ORCID)

<http://orcid.org/0000-0002-9680-530x>

فرشته محمدیان



<http://orcid.org/0009-0007-9653-1920>

محمد جعفر هلیو



<http://orcid.org/0009-0008-3720-1355>

سجاد محسن احمد



<http://orcid.org/0009-0002-1098-9257>

وسام حمید اربیبج



منابع و مأخذ

اصولیان، محمد، حسن‌نژاد، محمد و شکراله‌نیا روشن، علیرضا. (۱۳۹۹). نوسان‌های نرخ ارز و واکنش بورس اوراق بهادار تهران.

نشریه دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۵)، ۲۲۳-۲۳۸. <https://sanad.iau.ir/Journal/jik/Article/841380?culture=fa>

امیری، حسین و پیرداده بیرانوند، محبوبه. (۱۳۹۸). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و بازار سهام ایران باتکیه بر رویکرد تغییر رژیم مارکف. نشریه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۴)، ۴۹-۶۷.

<https://sanad.iau.ir/Journal/jfksa/Article/803185>

امینیان، طاهره، صراف، فاطمه، امام‌وردی، قدرت‌اله و باغانی، علی. (۱۳۹۸). اثرات نامتقارن شوک‌های قیمت نفت و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازده سهام صنایع در شرایط مختلف بازار. نشریه بورس اوراق بهادار، ۱۱(۴۳)، ۵-۲۲.

<https://sid.ir/paper/392097/en>

رجبی، احسان. (۱۴۰۲). تأثیر بی‌ثباتی و نااطمینانی نرخ ارز بر بازدهی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر صنایع غذایی و کشاورزی). نشریه اقتصاد محاسباتی، ۳(۱)، ۷۴-۴۹.

<https://doi.org/10.30495/ECOMAG.1402.1045575>

رستمی‌نوروزآباد، مجتبی، گل‌بابائی پاسندی، علی، شهرازی، میلاد و اسفندیاری، سمیه. (۱۴۰۳). اندازه‌گیری شاخص ترس و طمع در بازار سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی، ۲۶(۲)، ۳۹۷-۴۱۴.

<https://doi.org/10.22059/fj.2023.365536.1007511>

روشن، احمدرضا. (۱۳۹۹). تحلیلی بر شاخص عدم قطعیت جهانی. نشریه تحلیل مالی، ۴(۱)، ۳۹-۲۰. <https://ijfa.ir/?p=6840>

شیرمردی، سیده نرجس، صامتی، مجید و شریفی رنانی، حسین. (۱۴۰۳). نقش شوک‌های نااطمینانی مالی، مدل پنج عاملی فاما - فرنچ و مومنتوم در بازار سرمایه و تأثیرات آن بر بازده سهام. *نشریه اقتصاد مالی*، ۱۸(۳)، ۸۷-۱۴۰.

<https://doi.org/https://doi.org/10.71818/ecj.2024.1062445>

طاهری‌بازخانه، صالح و صدرآرا، مهرداد (۱۴۰۳). نااطمینانی سیاست اقتصادی و بازده بازار سهام در ایران: شواهدی جدید بر پایه تبدیل موجک و تحلیل در حوزه زمان - فرکانس. *نشریه سیاست‌ها و تحقیقات اقتصادی*، ۳(۴)، ۱-۳۰.

<https://doi.org/10.22034/jep.2024.142461.1201>

References

- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index. <http://www.nber.org/papers/w29763>. Retrieved from
- Alaszewski, A., & Coxon, K. (2009). Uncertainty in everyday life: Risk, worry and trust. *Health, Risk & Society*, 11(3), 201-207. <https://doi.org/10.1080/13698570902906454>
- Almustafa, H. (2022). National Governance Quality, COVID-19, and Stock Index Returns: OECD Evidence. *Economies*, 10(9), 214. <https://doi.org/10.3390/economies10090214>
- Aminian, T., Saraf, F., Emamverdi, G., & Baghani, A. (2018). Asymmetric Effects Of Oil Price Shocks and Economic Policies Uncertainty on Industry Stock Returns. *Journal of Securities Exchange*, 11(43), 5-22. <https://sid.ir/paper/392097/en> [In Persian]
- Amiri, H., & Pirdadeh Beyranvand, M. (2020). Uncertainty about economic policies and the stock market in Iran based on Markov switching model. *Financial Knowledge of Security Analysis*, 12(44), 49-67. <https://sanad.iau.ir/Journal/jfksa/Article/803185> [In Persian]
- Arouri, M., Estay, C., Rault, C., & Roubaud, D. (2016). Economic policy uncertainty and stock markets: Long-run evidence from the US. *Finance Research Letters*, 18, 136-141. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.04.011>
- Asgharian, H., Liu, L., & Lundtofte, F. (2024). Institutional quality, trust, and stock market participation: Learning to forget. *The Quarterly Journal of Finance*, 14(01), 2450002. <https://doi.org/10.1142/S2010139224500022>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Barra, C., & Falcone, P. M. (2024). Unraveling the impact of economic policy uncertainty on environmental efficiency: How do institutional quality and political orientation matter? *Economics & Politics*, 36(3), 1450-1490. <https://doi.org/10.1111/ecpo.12297>
- Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P. (2018). The impact of oil-market shocks on stock returns in major oil-exporting countries. *Journal of International Money and Finance*, 86, 264-280. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.05.003>
- Bayar, Y., & Kılıç, C. (2012). Küresel finansal krizin davranışsal finans perspektifinden değerlendirilmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(2), 177-195. <https://dergipark.org.tr/en/pub/iuifm/issue/863/9614>
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *econometrica*, 77(3), 623-685. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management science*, 61(1), 3-18. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2044>
- Chiang, T. C. (2020). Economic policy uncertainty and stock returns—evidence from the Japanese market. *Quantitative Finance and Economics*, 4(3), 430-458. <https://doi.org/10.3934/qfe.2020020>

- Chiang, T. C. (2025). The effect of climate policy uncertainty and induced risks on US aggregate and sectoral stock returns. *Research in international business and finance*, 76, 102797. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102797>
- Cierna, H., & Sujova, E. (2020). The risks of ethical credibility: innovations in companies management. *Marketing and Management of Innovations*, 4, 237-244. <https://doi.org/10.21272/mmi.2020.4-19>
- Demirer, R., Jategaonkar, S. P., & Khalifa, A. A. (2015). Oil price risk exposure and the cross-section of stock returns: The case of net exporting countries. *Energy Economics*, 49, 132-140. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2015.02.010>
- Emsen, H. S. (2022). Effects of geopolitical risks and political uncertainties on stock markets: Country specific new generation panel data analysis for developing Asian countries. *Journal of process management and new technologies*, 10(1-2), 82-101. <https://doi.org/10.5937/jpmnt10-38252>
- Erdoğan, L., Ceylan, R., & Abdul-Rahman, M. (2022). The impact of domestic and global risk factors on Turkish stock market: Evidence from the NARDL approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(7), 1961-1974. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1949282>
- French, J. J., Schaberl, P. D., & Taborda, R. (2024). Fund flows, stock markets, and economic policy uncertainty: From the perspective a civet nation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(5), 967-982. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2259058>
- Ghani, M., & Ghani, U. (2024). Economic policy uncertainty and emerging stock market volatility. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(1), 165-181. <https://doi.org/10.1007/s10690-023-09410-1>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of financial studies*, 29(3), 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Habib, S., Habib, M., & Batool, S. (2023). Investigating the Nexus between Stock Market and Institutional Quality in Emerging Markets and Developing Countries: A Panel Data Analysis. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 9(4), 627-638. <https://doi.org/10.26710/jafee.v9i4.2887>
- Hooper, V., Sim, A. B., & Uppal, A. (2009). Governance and stock market performance. *Economic Systems*, 33(2), 93-116. <https://doi.org/10.2139/ssrn.807204>
- Hoque, M. E., & Zaidi, M. A. S. (2019). The impacts of global economic policy uncertainty on stock market returns in regime switching environment: Evidence from sectoral perspectives. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 991-1016. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1702>
- Hou, J., & Wang, D. (2022). International Fund Allocation under Economic Policy Uncertainty Shock. *Journal of Applied Finance & Banking*, 12(5), 85-104. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4487851>
- Kang, W., & Ratti, R. A. (2013). Oil shocks, policy uncertainty and stock market return. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 26, 305-318. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.07.001>
- Kang, W., De Gracia, F. P., & Ratti, R. A. (2017). Oil price shocks, policy uncertainty, and stock returns of oil and gas corporations. *Journal of International Money and Finance*, 70, 344-359. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.10.003>
- Karaömer, Y. (2024). Effect of economic policy uncertainty on stock returns: Analysing the moderating role of government size. *Politická ekonomie*, 72(1), 50-72. <https://doi.org/10.18267/j.polek.1407>

- Khan, A. A., Ramzan, M., Mehmood, S., & Wong, W.-K. (2025). Towards the environment of legitimacy: Do the institutional quality and policy uncertainty matter for the performance of stock markets of South Asian countries? *International Journal of Emerging Markets*, 20(9), 3839-3860. <https://doi.org/10.1108/ijoen-11-2023-1812>
- Lettau, M., Maggiori, M., & Weber, M. (2014). Conditional risk premia in currency markets and other asset classes. *Journal of Financial Economics*, 114(2), 197-225. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2228967>
- Liu, T., Nakajima, T., & Hamori, S. (2022). The impact of economic uncertainty caused by COVID-19 on renewable energy stocks. *Empirical Economics*, 62(4), 1495-1515. <https://doi.org/10.1007/s00181-021-02087-3>
- Markowitz, H. M. (1990). Foundations of portfolio theory. Harry Markowitz: Selected Works, S, 481-490. <https://www.semanticscholar.org/paper/89da5b0afd6a001a1731204f8b250cea84cf1753>
- Mehmood, W., & ElKelish, W. W. (2025). Enhancing sustainability: investigating the nexus between climate change vulnerability and IPO initial returns using moderating role of institutional quality. *Journal of Global Responsibility*. <https://doi.org/10.1108/JGR-02-2024-0024>
- Modugu, K. P., & Dempere, J. (2020). Country-level governance quality and stock market performance of GCC countries. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), 185-195. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.185>
- Moudud-Ul-Huq, S., & Akter, R. (2022). Impacts of economic policy uncertainty (EPU) and institutional quality (IQ) on bank risk-taking behavior. *Kybernetes*, 53(3), 1148-1167. <https://doi.org/10.1108/K-07-2022-1004>
- Moya-Martínez, P., Ferrer-Lapeña, R., & Escribano-Sotos, F. (2014). Oil price risk in the Spanish stock market: An industry perspective. *Economic Modelling*, 37, 280-290. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.11.014>
- Naifar, N., Mroua, M., & Bahloul, S. (2017). Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 41, 65-74. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.004>
- Nakamura, W. T. (2022). Estudo Empírico sobre a eficiência da carteira teórica do índice Bovespa. RAM. *Revista de Administração Mackenzie*, 1, 68-81. <https://doi.org/10.1590/1678-69712000/administracao.v1n1p68-81>
- Nawaz, A. D., Bhutto, N. A., & Khan, S. (2023). The spillover effect of global uncertainty on BRICS stock markets. *ETIKONOMI*, 22(1), 45-64. <https://doi.org/10.15408/etk.v22i1.24617>
- Nguyen, C. P., Schinckus, C., Su, T. D., & Chong, F. H. (2022). Determinants of stock market returns in emerging markets: The linkage between institutional quality and macro liquidity. *International Journal of Finance & Economics*, 27(4), 4472-4486. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2382>
- Nnamdi, M. S., Anthonyb, N. C., & Jessica, O. N. (2025). Oil Price Fluctuations, Institutional Quality and Wellbeing in the Context of Oil-producing Nations. *South Asian Journal of Social Studies and Economics*, 22(5), 175-187. <https://doi.org/10.9734/sajsse/2025/v22i51020>
- Ojelade, I. M. (2022). US stock market under COVID-19-related uncertainty. <http://doi.org/10.37502/IJSMR.2022.51012>
- Olaniyi, C. O., & Adedokun, A. (2022). Finance-institution-growth trilogy: time-series insights from South Africa. *International Journal of Emerging Markets*, 17(1), 120-144. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2019-0370>

- Osoolian, M., Hassannezhad, M., & Shokrolahnia Roshan, A. (2020). Exchange rate fluctuations and reaction Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 9(35), 223-238. <https://www.sid.ir/paper/386342/fa> [In Persian]
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Prabheesh, K., & Kumar, S. (2021). The dynamics of oil prices, exchange rates, and the stock market under COVID-19 uncertainty: evidence from India. *Energy Research Letters*, 2(3). <https://doi.org/10.46557/001c.27015>
- Qadeer, H., & Sarfraz, M. (2025). Capital Structure Choices: The Role of Financial Development and Institutional Quality. *The Critical Review of Social Sciences Studies*, 3(1), 2347-2363. <https://doi.org/10.59075/j2sr6063>
- Rajabi, E. (2023). The Impact of Exchange Rate Volatility and Uncertainty on Stock Returns in Tehran Stock Exchange (Case Study: Agriculture and Food Industry). *The Journal of Computational Economics*, 3(1), 49-74. <https://doi.org/10.30495/ECOMAG.1402.1045575> [In Persian]
- Roshan, A. (2020). An Analysis of World Uncertainty Index. *Journal of financial Analysis*, 4, 2-39. <https://ijfa.ir/?p=6840> [In Persian]
- Rostami Noroozabad, M., Golbabaei Pasandi, A., Shahrazi, M., & Esfandyari, S. (2024). Measuring Fear and Greed Index in Stock Market: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 26(2), 375-398. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.365536.1007511> [In Persian]
- Sahinoz, S., & Erdogan Cosar, E. (2018). Economic policy uncertainty and economic activity in Turkey. *Applied Economics Letters*, 25(21), 1517-1520. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1430321>
- Shirmardi, S. N., Samati, M., & Sharifi Renani, H. (2024). The Role of Financial Uncertainty Shocks, Fama French Five Factor Model and Momentum in the Capital Market and Its Effects on Stock Returns. *Financial Economics*, 18(3), 87-140. <https://sid.ir/paper/1137621/en> [In Persian]
- Smales, L. A. (2022). Spreading the fear: The central role of CBOE VIX in global stock market uncertainty. *Global Finance Journal*, 51, 100679. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3336505>
- Taheri Bazkhaneh, S., & Sadrara, M. (2025). Economic Policy Uncertainty and Stock Market Returns in Iran: New Evidence Based on Wavelet Transform and Time-Frequency Analysis. *Economic Policies and Research*, 3(4), 1-30. <https://doi.org/10.22034/jepr.2024.142461.1201> [In Persian]
- Uddin, H. F., Hasan, M. A., Sajid, A., & Shaikh, A. S. (2023). Stock Returns and Risks: An Empirical Assessment Using Modified CAPM Approach. *Journal of Education and Social Studies*, 4(3), 600-608. <https://doi.org/10.52223/jess.2023.4319>
- Yaşar, Z. R. (2025). The Effect of The Uncertainties of Monetary and Economy Policies on Stock Markets. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 23(1), 139-159. <https://doi.org/10.11611/yea.1621178>
- Zhu, H., Su, X., You, W., & Ren, Y. (2017). Asymmetric effects of oil price shocks on stock returns: evidence from a two-stage Markov regime-switching approach. *Applied Economics*, 49(25), 2491-2507. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1240351>