

تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران

سید حسین شاکر طاهری^۱

بهنام خداویسی^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

کارایی بازارهای اوراق بهادار، منوط به اطلاعات عمومی موجود است که شامل اطلاعات ارائه شده در صورتهای مالی و سایر اطلاعات افشاء شده توسط بانکها و موسسات مالی است که به طور عمده نتیجه تحلیل مدیران می باشد. نخستین عاملی که تمام سرمایه گذاران باید مدنظر قرار دهند شرایط نااطمینانی است سرمایه گذاران با این امید دارایی ها را خریداری می کنند که انتظار دارند در طول چند دوره بعد بازده کسب کنند. با افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، بسیاری از بنگاه های اقتصادی و موسسات مالی تغییرات عمده ای را در رویه های ویژگی های بارز بازار سهام خود ایجاد می کنند. بنابراین این پژوهش به بررسی تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام پرداخته شده است. در این پژوهش تعداد ۱۴ بانک پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۴۰۲-۱۳۹۲ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون پانلی استفاده شده، یافته های پژوهش نشان می دهد که عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

عدم قطعیت اقتصادی، ریسک همزمانی قیمت سهام، ریسک بازده بازار سهام

۱. گروه حسابداری، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: bkhodavaisi@gmail.com)

مقدمه

یکی از ویژگی های بارز هر محیط اقتصادی، عدم قطعیت می باشد لذا تصمیمات درست و عقلایی بر مبنای اطلاعاتی گرفته می شود که ریسک و شرایط اطمینان را تشریح کند و یا حداقل به شناخت آن کمک نماید. در واقع آنچه که در محیط واقعی امروزی ما وجود دارد این است که ما شاید فقط در خلاء یک محیط با اطمینان کامل باشیم و محیط پیرامون ما یک محیط همراه با عدم قطعیت باشد؛ بنابراین، لازم است که ما واژه عدم قطعیت و تأثیر آن را بر اطلاعاتی که بر اساس آنها تصمیم گیری میکنیم بیشتر بشناسیم (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۷). اهمیت درک نقش عدم اطمینان اقتصادی در کشورهای در حال توسعه، ناشی از رشد آنها در دهه اخیر است. علاوه بر این، موضوع تأثیر عدم اطمینان اقتصادی در کشورهای آسیایی، از مباحث مورد توجهی است که نظر محققان را به خود جلب کرده است. مطالعات پیشین که نقش متغیرهای کلان اقتصادی در وضعیت بانکها و شرکت ها را مورد بررسی قرار داده اند، دامنه ای گسترده داشته و ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی با نتایج گوناگون مالی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده اند. برای نمونه، این مطالعات به بررسی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی و پیش بینی سود مدیریت (شو و همکاران^۱، ۲۰۱۳)، عدم اطمینان اقتصادی بر تصمیم مدیران در پیش بینی سود (کیم و همکاران^۲، ۲۰۱۶) و عدم اطمینان اقتصادی بر بازده سهام (بل و همکاران، ۲۰۱۷) پرداخته اند. از طرفی متغیرهایی همچون همزمانی و بازده بازار سهام نشان دهنده وضعیت مطلوب محیط سرمایه گذاری و اقتصاد کلان است. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه با نقدشوندگی مطلوب و ریسک پایین، توانایی جذب سرمایه گذاران مختلف با استراتژی های معاملاتی متنوع را فراهم می آورد. از این رو، برای داشتن بازار سرمایه ای پویا و رو به رشد لازم است که همزمانی و بازده بازار سهام بازار مطلوب و ریسک های مرتبط به آن پایین باشد (هوآ و همکاران، ۲۰۲۳). بررسی اثر سیاست های پولی و مالی بر روی متغیرهای مرتبط به بازار سرمایه این امکان را به سیاست گذاران اقتصادی می دهد که نسبت به عوارض جانبی سیاست ها بر روی بازار سرمایه آگاهی داشته باشند و با لحاظ این موضوع تصمیم گیری کنند. همچنین، فعالان بازار سرمایه و سرمایه گذاران نیز می توانند اثر سیاست های اتخاذ شده را بر روی بازار سهام مشاهده کنند (فنگرنگ و همکاران، ۲۰۲۲). با توجه به در نظر گرفتن تحولاتی که در سال های اخیر در عرصه سیاسی و اقتصادی ایران اتفاق افتاده و باعث نوسانات شدید در بازار سرمایه شده است، می توان گفت که اثر تا اطمینانی سیاست های اقتصاد کلان بر بازار سرمایه در سال های اخیر پررنگ شده است (عبداللهی، ۱۴۰۲). با توجه به مباحث بالا و نقشی که می تواند عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام داشته باشد. این مطالعه برای شفاف سازی موضوع در ادامه به بیان مساله، پیشینه پژوهش، فرضیات، یافته ها و نهایتاً نتیجه گیری و پیشنهادات تحقیق می پردازد.

بیان مساله و پیشینه پژوهش

عدم قطعیت (نااطمینانی) فضایی است که تصمیم فعالان اقتصادی اعم از خانوارها، بنگاه ها و بخش دولتی در زمینه های مختلف با عدم اطمینان همراه است. در بیان مفهوم نااطمینانی می توان گفت وضعیتی که وقایع آینده و یا احتمال رخ دادن آن ها پیش بینی شده نباشد. نااطمینانی وقتی وجود دارد که یا اتفاقات آینده مشخص و معلوم نباشد و یا با وجود مشخص بودن اتفاقات آینده احتمال آنها قابل پیش بینی نیست. به بیان دیگر علت اصلی نااطمینانی فقدان دانش پیش

1 Shu and et al

2 Kim and et al

بینی است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۷). در حقیقت عدم قطعیت به حالتی گفته می شود که در آن دانش افراد محدود است و توضیح کامل حالت و یا نتیجه ای که به دست آمده و یا می آید ممکن نیست. بر این اساس عدم قطعیت در اقتصاد کلان را می توان به عدم توانایی کارگزاران در پیش بینی دقیق نتایج تصمیمات خود تعبیر کرد (جعفری صمیمی، ۱۳۹۱). بنابراین عدم قطعیت به این معنی است که در یک موقعیت معین یک فرد نمیتواند اطلاعات را به طور کمی و کیفی به گونه ای مناسب برای تشریح، پیش بینی و ارائه حکم به طور معین و به شکل مقداری (عددی) مرتب سازد. فقدان اطلاعات معمول ترین عامل برای عدم قطعیت می باشد (اربابیان، ۱۳۹۱). تعاریف مختلفی در زمینه عدم قطعیت محیطی ارائه شده است مثلاً، داوونی و همکاران^۱ (۱۹۷۵) بیان میکنند که عدم قطعیت محیطی نوعی ناتوانی در پیش بینی نتایج احتمالی یک تصمیم است. عدم قطعیت محیطی شرایطی است که سازمان ها براساس آن چارچوب خود را تنظیم می نمایند و ناشی از فاکتورهای محیطی سازمان است که مربوط به درجه تغییری است که فعالیت های محیطی در ارتباط با عملیات سازمان شامل عدم پیش بینی مربوط به فعالیت های مشتریان، عرضه کنندگان، رقیبان و نهادهای قانونی می شود. عدم قطعیت در اقتصاد کلان معمولاً در مواردی نظیر نرخ تورم، بهره، ارز، رشد اقتصادی، رابطه مبادله و ارزش سهام قابل بررسی است که در این پژوهش جهت شاخص سازی عدم اطمینان اقتصادی از سه متغیر کلیدی اقتصاد کلان شامل سطح عمومی قیمت ها، نرخ ارز، حجم نقدینگی استفاده شد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶). واحدهای اقتصادی و اعتباری بایستی همواره به دنبال تولید و توسعه سازمان باشند اما از سوی دیگر بایستی این مهم را نیز مدنظر قرار دهند که امکان دارد عوامل اقتصادی همچون عدم قطعیت اقتصادی به عنوان یک عامل مهم بر عملکرد بازار سرمایه بانک ها و موسسات مالی تاثیر بگذارد (داش و همکاران^۲، ۲۰۲۱). در ادامه عوامل تحت تاثیر از عدم قطعیت اقتصادی که غالباً مرتبط با مولفه های بازار و سرمایه است، با ارائه مبانی نظری ارائه می گردد.

افزایش ریسک همزمانی قیمت سهام شرکت ها، ریسک نکول و اعتبار آنها را افزایش می دهد و منجر به کاهش ریسک پذیری فعالانه توسط بانک های تجاری می شود. در عین حال، زمانی که شرکت ها با ریسک همزمانی قیمت سهام بالا مواجه می شوند، بانک ها و موسسات مالی تجاری نیز ممکن است با ریسک بیشتری مواجه شوند. در صورت تعهد سهام، اگر قیمت سهام یک شرکت کاهش قابل توجهی داشته باشد، ارزش سهام شرکت در اختیار بانک های تجاری نیز کاهش می یابد. این حتی ممکن است هشدارهای ریسک را برای بانک ها ایجاد کند زیرا ارزش سهام بانک ها ممکن است دیگر به طور کامل وام ها را پوشش ندهد. ریسک همزمانی قیمت سهام شرکت ها احتمال عدم پرداخت وام را برای بانک ها افزایش می دهد و در نتیجه سطح ریسک پذیری بانک ها را افزایش می دهد (الثاقب و الغاربالی، ۲۰۱۹).

در یک بازار کارای ضعیف، همچون بورس اوراق بهادار تهران، همواره تأخیر در واکنش قیمت سهام و تعدیل آن وجود دارد. این فرآیند موجب می شود که قیمت معاملاتی سهام، به کندی، به ارزش واقعی آن نزدیک و در نهایت با آن مساوی گردد (آمیهود^۳، ۲۰۰۲). تعدیل قیمت، در طی یک دوره زمانی صورت می گیرد؛ به طوری که هر چه این دوره کوتاه تر باشد، قیمت ها با سرعت بیشتری تعدیل می شوند و بالعکس (ریو و همکاران^۴، ۲۰۱۷). از آنجا که واکنش سرمایه گذاران به اطلاعات، به صورت مستقیم در تعدیلات قیمت سهام منعکس می گردد (چیانگ و

1 Downey and et al

2 Dash and et al

3 Amihud

4 Ryu and et al

همکاران^۱، ۲۰۰۸) پس، یک واکنش دیر هنگام، منجر به افزایش ریسک همزمانی (تاخیر در واکنش) قیمت سهام می شود. این تأخیر، می تواند ناشی از برخی اصطکاک های بازار همچون گردش معاملات باشد (کیان و همکاران^۲، ۲۰۱۷). با توجه به تئوری گزینه های واقعی، بانکها و شرکت ها، سرمایه گذاری های خود را در صورت عدم اطمینان اقتصادی بالا اعمال نمی کنند (بلوم و همکاران^۳، ۲۰۱۶؛ دیکسیت و پیندیک^۴، ۱۹۹۴) و هنگامی که با عدم قطعیت سیاست های اقتصادی مواجه می شوند تا زمانی که اطلاعات جدیدی از وضعیت اقتصادی در دسترس نداشته باشند، سرمایه گذاری های خود را به تأخیر می اندازند (بلوم و همکاران^۵، ۲۰۰۷). این مهم در ادامه می تواند همبستگی بین قیمت سهام بانکها و اعتبار دهندگان مختلف را کاهش دهد و در نتیجه همگامی قیمت سهام را کاهش دهد. علاوه بر این، هنگام مواجهه با عدم قطعیت اقتصادی، بانکها و شرکت ها تلاش می کنند تا با افشای اطلاعات بیشتر، اعتماد طلبکاران را به دست آورند و تأمین مالی بیشتری را تضمین کنند. این امر همگامی را در قیمت سهام کاهش می دهد (نیفر و آجیلی^۶، ۲۰۱۹؛ شن و همکاران^۷، ۲۰۲۱).

مطالعات مربوطه همچنین همبستگی منفی بین عدم قطعیت اقتصادی و قیمت یا بازده بازار سهام را نشان داده است (بیانکونی و همکاران^۸، ۲۰۲۱). این به این دلیل است که افزایش عدم قطعیت اقتصادی ممکن است بر احساسات سرمایه گذاران تأثیر منفی بگذارد و منجر به انتظارات بدبینانه شود. وقتی سرمایه گذاران دیدگاه های بدبینانه ای در مورد سود سهام یا نرخ های تنزیل آتی دارند، تمایل دارند سرمایه گذاری های خود را در سهام کاهش دهند. این امر باعث کاهش قیمت سهام و متعاقباً کاهش بازده سهام می شود (الثاقب و الغارابالی^۹، ۲۰۱۹). از طرفی کاهش بازده سهام ممکن است اعتماد بانک های تجاری را از بین ببرد و منجر به کاهش اعطای وام به مشاغل و در نتیجه کاهش تمایل بانک ها برای انجام فعالانه ریسک شود. وقتی سرمایه گذاران نسبت به بازار بدبین هستند، ممکن است سرمایه گذاری در سهام و دارایی های پرریسک را کاهش دهند. این می تواند نقدینگی بازار و فعالیت تجاری را کاهش دهد و مشکلات معاملاتی را افزایش دهد (چن و چیانگ^{۱۰}، ۲۰۲۰). هنگامی که بازده سهام کاهش می یابد، ارزش سهام تعهد شده ممکن است کاهش یابد و ریسک اعتباری بانک های تجاری را افزایش دهد. اگر وام گیرندگان نتوانند وام های خود را به موقع بازپرداخت کنند، بانک های تجاری ممکن است با زیان مواجه شوند که بر کیفیت دارایی بانک ها و سطح مواجهه با ریسک منفعل تأثیر می گذارد (لی و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۶). با توجه به چارچوب نظری مذکور عدم قطعیت اقتصادی منجر به کاهش همزمانی قیمت سهام می شود که این مهم ممکن است منجر به افزایش ریسک سقوط بازار سهام شود (جین و مایرز^{۱۲}، ۲۰۰۶) همچنین ممکن است منجر به کاهش نقدشوندگی بازار سهام هم شود در همین راستا بانک های تجاری، در هنگام انجام معاملات سهام یا تعدیل پرتفوی سرمایه گذاری خود در معرض ریسک بازده سهام بالاتر قرار می گیرند (چان و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۳). با توجه به استدلال مطرح شده این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر عدم قطعیت اقتصادی بر

1 Chiang and et al

2 Qian and et al

3 Bloom and et al

4 Dixit and Pindyck

5 Neifar and Ajili

6 Bianconi and et al

7 Chen and Chiang

8 Li and et al

9 Jin and Myers

10 Chan and et al

ریسک همزمانی و بازده بازار سهام در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران می پردازد، در ادامه پیشینه های مرتبط با عنوان اصلی پژوهش به شرح زیر ارائه می گردد:

وانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۴) پژوهشی با عنوان "عدم قطعیت اقتصادی و نوسانات نامتقارن بازار سهام: تجزیه و تحلیل بر اساس مدل نامتقارن GARCH-MIDAS" انجام دادند. نتایج نشان داد اخبار منفی، شامل نوسانات مربوط به بازده منفی و عدم قطعیت اقتصادی بیشتر، تأثیر بیشتری بر اجزای نوسانات بلندمدت نسبت به اخبار مثبت دارند. در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸، عدم قطعیت اقتصادی و نوسانات تحقق یافته تأثیر قابل توجهی بر اجزای نوسانات بلندمدت داشتند اما در طول سقوط بازار سهام A در سال ۲۰۱۵ و پاندمی COVID-19 در سال ۲۰۲۰، اجزای نوسانات بلندمدت را تشکیل ندادند. مدل GARCH-MIDAS نامتقارن دوعاملی در مقایسه با دو مدل دیگر از نظر قدرت توضیحی، قابلیت تطبیق و توان پیش بینی برون نمونه ای برای اجزای نوسانات بلندمدت عملکرد بهتری داشت. هوآ و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست های اقتصادی بر ریسک پذیری بانکها از طریق عملکرد بازار سرمایه پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که عدم قطعیت اقتصادی به طور قابل توجهی بر عملکرد بازار سرمایه بانکها و شرکت ها تأثیر می گذارد و منجر به کاهش نقدشوندگی سهام، افزایش ریسک سقوط، کاهش همزمانی قیمت سهام و کاهش در بازده سهام می شود. همه این عوامل منجر به این می شود که این اثرات به ریسک پذیری بانکها منتقل و ریسک پذیری غیرفعال بانکها و اعتبار دهندگان افزایش یابد. جین^۲ (۲۰۲۳) پژوهشی با عنوان "تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر قیمت سهام" انجام داد. نتایج نشان داد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر منفی بر بازده واقعی سهام دارد. علاوه بر این، مدل غیرخطی پانلی نشان می دهد که عدم قطعیت زیان های بازده واقعی سهام را به ویژه در دوره های غیرواقعی اقتصادی تقویت می کند، جایی که تأثیر دو برابر بیشتر و پایداری بیشتری دارد.

وو (۲۰۲۲) پژوهشی با عنوان "عدم قطعیت اقتصادی، احساسات سرمایه گذار و همزمانی قیمت سهام: شواهدی از چین" انجام داد. پژوهش حاضر شرکت های لیست شده در بورس A چین را از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ به عنوان نمونه اصلی انتخاب کرد. یافته ها شرح زیر است: (۱) در بازار سهام چین که تحت تأثیر نوبت قرار دارد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی به طور قابل توجهی همزمانی قیمت سهام را کاهش می دهد؛ (۲) افزایش عدم قطعیت در مورد سیاست اقتصادی چین احساسات سرمایه گذار را تقویت کرده و همزمانی قیمت سهام را کاهش می دهد، که احساسات سرمایه گذار نقش میانجی را ایفا می کند. فنگرانگ و همکاران^۳ (۲۰۲۲) در پژوهشی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام را در شرکتهای چینی مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که عدم قطعیت منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می شود همچنین آنها شواهدی ارائه کردند که مدیران با تولید اطلاعات بیشتر به محیط اطلاعاتی شرکت خود شوک های عدم قطعیت اقتصادی وارد می کنند. اوزیلی و همکاران^۴ (۲۰۲۲) در پژوهشی با توجه به نگرانی مدیران مبنی بر اینکه چگونه محیط اقتصاد کلان بر سود کسب و کار تأثیر می گذارد، به بررسی تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر سودآوری بانکها پرداختند. نتیجه پژوهش آنها نشان می دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی

1 Wang

2 Ginn

3 Fengrong and et al

4 Ozili and et al

بالا بر درآمد غیر بهره بانک ها تأثیر منفی دارد همچنین از متغیرهای توضیحی نیز کاهش در تولید ناخالص داخلی، نرخ رشد وام های غیر جاری و نسبت سرمایه نظارتی رابطه منفی با سودآوری دارند (گیمان و همکاران، ۲۰۲۳).

کیان و همکاران^۱ (۲۰۲۰) رابطه گردش معاملات بالا و تأخیر زیاد واکنش قیمت سهام را در بازار سهام نوع چین بین سال های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ را بررسی نمودند. آنها ابتدا گردش معاملات را به سه مؤلفه نقدشوندگی، عدم اطمینان خاص شرکت و توجه سرمایه گذاران، تجزیه و سپس تأثیرات آنها را بر تأخیر واکنش قیمت سهام سنجیدند نتایج پژوهش حاکی از آن است که گردش معاملات با معیارهای عدم اطمینان و توجه سرمایه گذاران شرکت رابطه مثبت و با معیار نقدشوندگی رابطه منفی دارد. علاوه بر این، مؤلفه های گردش معاملات که با عدم اطمینان و عدم نقدشوندگی مرتبط هستند تأثیر مثبتی بر تأخیر واکنش قیمت سهام دارند البته لازم به ذکر است که تأثیرهای متغیرهای مذکور تأثیر منفی توجه سرمایه گذار بر تأخیر واکنش قیمت را غلبه می کند. نتیجه کلی پژوهش حاکی از آن است که بین گردش معاملات و تأخیر واکنش قیمت سهام رابطه ای مثبت وجود دارد (فنگرانگ و همکاران، ۲۰۲۲). الایتان و بنی خالد^۲ (۲۰۱۹) به موضوع ریسک اعتباری و عملکرد مالی (از لحاظ سود) بانک های تجاری اردن: با آنالیز داده های پاتل از هر دو مدل اثر ثابت و تصادفی و روش GLS استفاده شده است پرداختند. نتایج نشان می دهد که ریسک اعتباری تأثیر منفی معنی داری بر بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام دارد. در حالی که، کل سپرده ها و اندازه بانک تأثیر مثبت و قابل توجهی بر عملکرد مالی بانک های تجاری اردن دارد. جاستین و همکاران^۳ (۲۰۱۸) در پژوهشی با بررسی تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر عدم شفافیت سود بانکها، دریافتند زمانیکه سیاست های اقتصادی و پولی نسبتاً نامطمئن باشد، تحریف اطلاعات مالی برای مدیران بانک به عنوان یک سیاست غیرقابل پیش بینی آسان تر است. بر همین اساس نتایج این تحقیق نشان داد که با افزایش عدم قطعیت، عدم شفافیت سود بانک ها نیز افزایش می یابد. چودری و همکاران^۴ (۲۰۱۸) طی پژوهشی با عنوان نقدشوندگی و مدیریت اقتصاد کلان در بازارهای نوظهور بیان داشتند، بازارهای نوظهور به دلیل امکان درآمدهای بالاتر و سطح پایین ادغام با بازارهای سرمایه جهانی، توجه قابل ملاحظه ای را به سرمایه گذاری خارجی و تنوع بین المللی جلب کرده اند. این بازگشت های بالا اغلب باید با هزینه های بالای نقدشوندگی تجارت در بازارهای در حال ظهور متوازن شوند. مطالعات متعددی نشان داده اند که سیاست های بانک مرکزی و دولت عوامل تعیین کننده مهم نقدشوندگی بازار هستند.

بل و همکاران^۵ (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که عدم اطمینان اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر عدم قطعیت سود و تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد (عبداللهی، ۱۴۰۲).

روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می شود. هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می شوند. همچنین از نظر نحوه گردآوری داده ها این تحقیق توصیفی (از آن جهت که به شناخت بیشتر شرایط موجود و یاری

1 Kian and et al

2 Elayatan and Bani Khalid

3 Justin and et al

4 Chowdhury and et al

5 Bell and et al

دادن به فرایند تصمیم‌گیری می‌انجامد) و از نوع همبستگی می‌باشد. زیرا میزان وابستگی متغیر وابسته و متغیر مستقل را نسبت به هم بررسی می‌کند. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده می‌گردد. در این تحقیق، برای آزمون فرضیه از داده‌ها به صورت سال - بانک استفاده خواهد شد.

روش نمونه‌گیری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که این بانک‌ها در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ مورد آزمون واقع می‌شوند. به علت دشواری‌های خاص و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه‌ی آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری آنها، سال مالی بانکها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ‌گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه‌ی اطلاعات مورد نیاز از بانکها برای پژوهش در دسترس باشد بانک‌های انتخاب شده به شرح جدول زیر می‌باشند:

جدول (۱) تعداد بانک‌های پذیرفته شده و نمونه انتخابی در تحقیق

ردیف	نام بانک	ردیف	نام بانک	ردیف	نام بانک
۱	بانک اقتصاد نوین	۶	بانک خاورمیانه	۱۱	بانک کار آفرین
۲	بانک انصار	۷	بانک دی	۱۲	بانک گردشگری
۳	بانک پارسیان	۸	بانک سرمایه	۱۳	بانک ملت
۴	بانک پاسارگاد	۹	بانک سینا	۱۴	پست بانک ایران
۵	بانک تجارت	۱۰	بانک صادرات ایران		

فرضیات پژوهش

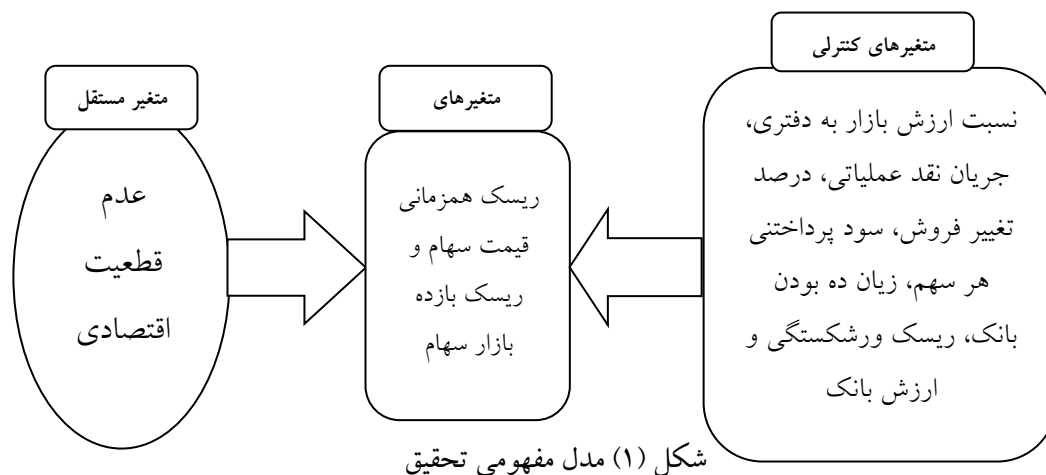
بر اساس مبانی نظری اشاره شده فرضیات پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه (۱): عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی قیمت سهام تأثیر دارد.

فرضیه (۲): عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک بازده بازار سهام تأثیر دارد.

متغیرهای تحقیق و تعاریف عملیاتی آنها

با توجه به اینکه در این تحقیق به بررسی تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. لذا مدل فرضیات بر اساس تحقیق هوآ و همکاران (۲۰۲۳) به شرح زیر ارائه می‌گردد.



شکل (۱) مدل مفهومی تحقیق

مدل آزمون فرضیه (۱):

$$PSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MII_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta SALE_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 BR_{it} + \beta_8 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه (۲):

$$MRR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MII_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 \Delta SALE_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 BR_{it} + \beta_8 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۲) نماد متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نماد	نام متغیر	نماد
ریسک همزمانی قیمت سهام	PSR	درصد تغییر فروش	$\Delta SALE$
ریسک بازده بازار سهام	MR R	سود پرداختی هر سهم	DIV
عدم قطعیت اقتصادی	MII	زیان ده بودن بانک	LOSS
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	ریسک ورشکستگی	BR
جریان نقد عملیاتی	CFO	ارزش بانک	Q

نحوه اندازه گیری متغیر مستقل

در این پژوهش عدم قطعیت اقتصادی متغیر مستقل می باشد در مطالعه حاضر با استفاده از روش جارامیلو و سانکاک^۱ (۲۰۰۷)، شاخص عدم قطعیت یا بی ثباتی اقتصادی، به صورت مجموع وزنی درصد تغییر در سطح عمومی قیمت ها (CPI)، درصد تغییر در نرخ ارز غیر رسمی (EX) و درصد تغییر در حجم نقدینگی (M2) تعریف شده است. وزن هر متغیر معکوس انحراف معیار است (عبداللهی، ۱۴۰۲).

$$MII_t = \frac{\left(\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \right)}{\delta_{CPI}} + \frac{\ln \left(\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}} \right)}{\delta_{EX}} + \frac{\left(\frac{M2_t - M2_{t-1}}{M2_{t-1}} \right)}{\delta_{M2}}$$

مقدار بیشتر این شاخص به معنای عدم قطعیت یا بی ثباتی اقتصادی بیشتر است.

نحوه اندازه گیری متغیرهای وابسته

در این پژوهش متغیرهای وابسته شامل ریسک همزمانی قیمت سهام و ریسک بازده بازار سهام می باشد که هر کدام به شرح زیر اندازه گیری می شود.

نحوه محاسبه ریسک همزمانی قیمت سهام: جهت اندازه گیری ریسک همزمانی قیمت سهام از همان مدل تأخیر قیمت سهام که توسط هو و موسکوویتز^۱ (۲۰۰۵) معرفی شده، استفاده می شود. در این الگوهای رگرسیونی، از بازده های هفتگی سهام نمونه و بازده تأخیری چهار هفته سهام برای هر سال-بانک طبق رابطه های (۱) و (۲) استفاده می شود. الگوی رگرسیونی شماره (۱) به یک هفته خاص، محدود شده است؛ به نحوی که بازده هفتگی هر بانک تنها بر روی بازده بازار همان هفته برازش می شود و هفته های قبل را در نظر نمی گیرد. در این الگو، نزدیکی ضریب (β_j) به یک، حاکی از واکنش سریع قیمت سهام به اخبار عمومی است. اما الگوی رگرسیونی شماره (۲) عاری از محدودیت است. در واقع، این الگو، علاوه بر بازده یک هفته خاص، بازده تأخیری چهار هفته قبل از همان هفته خاص را نیز در نظر می گیرد. به عبارتی، این الگو بازده هفتگی هر بانک بر روی بازده بازار در همان هفته و چهار بازده تأخیری قبل را برازش می کند. در این الگو نیز نزدیکی ضریب (β_j) به یک، حاکی از واکنش سریع قیمت سهام به اخبار عمومی است، اما اگر ضرایب تأخیری $(\sum_{n=1}^4 \delta_j(-n))$ به یکی نزدیک تر باشد، حاکی از تأخیر واکنش قیمت سهام به اخبار عمومی است. بنابراین، نزدیکی ضریب (β_j) به یک و نزدیکی ضرایب تأخیری $(\sum_{n=1}^4 \delta_j(-n))$ به صفر حاکی از واکنش سریع قیمت سهام به اخبار عمومی و خلاف این موضوع حاکی از افزایش در ریسک همزمانی قیمت سهام است.

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{j,(-n)} R_{m,t-n} + \varepsilon_j \quad (2)$$

که در آن، $r_{j,t}$: بازده هفتگی سهام j و $R_{m,t}$: ارزش وزنی بازده بازار در هفته t است (هوآ و همکاران، ۲۰۲۳).
ریسک بازده بازار سهام: با پیروی از تحقیقات هوآ و همکاران (۲۰۲۳) و ژائو و سینگ (۲۰۱۶) برای اندازه گیری ریسک بازده بازار سهام از نوسانات بازده استفاده می شود لذا برای محاسبه متغیر بایستی اقدام به محاسبه انحراف معیار بازده ماهانه سهام بانکها شود.

نحوه اندازه گیری متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش بر اساس پژوهش هوآ و همکاران (۲۰۲۳) به شرح زیر می باشد:
نسبت ارزش بازار به دفتری: این متغیر از طریق نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سنجیده می شود.
جریان نقد عملیاتی: این متغیر از لگاریتم طبیعی جریانات نقد عملیاتی سنجیده می شود.
درصد تغییر فروش: این متغیر بر اساس تغییرات فروش سال جاری و گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته بدست می آید.
سود پرداختی هر سهم: این متغیر از طریق نسبت سود تقسیمی بر سود هر سهم سنجیده شده است.
زیان ده بودن بانک: اگر مشاهده در سال-بانک مورد نظر زیان ده باشد از متغیر مجازی ۱ و در غیر اینصورت از متغیر مجازی ۰ استفاده می شود.

ریسک ورشکستگی: برای محاسبه ریسک ورشکستگی از مدل آلتمن طبق پژوهش کوآنگ (۲۰۲۱) به شرح زیر استفاده می شود:

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1.0 X_5$$

در جایی که X_1 نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی ها است، X_2 نسبت سود انباشته به کل دارایی ها است، X_3 نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها است، X_4 ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به کل دارایی ها است، و X_5 نسبت کل فروش به کل دارایی ها است (ابراهیمی، ۱۴۰۰).

جدول (۳) طبقات احتمال ورشکستگی

ردیف	احتمال ورشکستگی	دامنه Z
۱	خیلی زیاد	$Z \leq 1.21$
۲	ضعیف	$1.21 < Z \leq 2.99$
۳	ندارد	$Z > 2.99$

برای سال- بانکهای در طبقه احتمال ورشکستگی "خیلی زیاد" متغیر مجازی ۱ (یک) و برای سایر طبقات متغیر مجازی ۰ (صفر) در نظر گرفته می شود.

ارزش بانک: طبق پژوهش سوارناپالی و لی^۱ (۲۰۱۸) برای محاسبه ارزش بانک از نسبت کیوتوین استفاده می شود، این متغیر از حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها بدست می آید (عبداللهی، ۱۴۰۲).

یافته های پژوهش

به طور کلی یافته های پژوهش به دو بخش آمار توصیفی و استنباطی تقسیم بندی می شود که به شرح زیر ارائه می گردد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش: خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق پس از غربالگری و حذف داده های پرت به شرح زیر است:

جدول (۴) آمار توصیفی مدل متغیرهای تحقیق در کل نمونه

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
ریسک همزمانی قیمت سهام (PSR)	۰/۶۷۲	۰/۷۰۵	۰/۹۷۲	۰/۲۱۸	۰/۱۷۸	-۰/۴۰۹	۲/۲۴۴
ریسک بازده بازار سهام (MRR)	۱/۴۳۱	۱/۱۸۰	۵/۲۰۱	۰/۱۷۵	۰/۸۹۸	۰/۲۷۵	۳/۰۴۵
عدم قطعیت اقتصادی (MII)	۰/۰۴۲	۰/۰۳۹	۰/۳۱۶	-۰/۱۷۹	۰/۱۲۰	۰/۴۲۲	۳/۷۲۸
نسبت ارزش بازار به دفتری (MB)	۱/۴۲۹	۱/۰۳۳	۱۶/۱۹۴	-۳/۲۰۲	۲/۳۲۶	۳/۷۶۱	۲۲/۵۴۲
جریان نقد عملیاتی (CFO)	۰/۰۰۷	۰/۰۰۶	۰/۳۵۶	-۰/۳۱۷	۰/۰۷۰	۰/۰۹۵	۱۰/۵۸۲

1 Swarnapali and le

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
درصد تغییر فروش ($\Delta SALE$)	۰/۲۸۵	۰/۲۲۵	۴/۹۲۹	-۲/۶۳۹	۱/۱۸۴	۰/۸۴۹	۶/۸۸۵
سود پرداختی هر سهم (DIV)	۰/۵۴۹	۰/۱۲۱	۳/۴۵۴	۰/۰۰۰	۰/۸۷۱	۲/۱۴۶	۷/۰۰۹
ارزش بانک (Q)	۱/۰۰۹	۱/۰۱۰	۶/۰۰۳	۰/۰۱۵	۰/۶۳۰	۳/۹۸۵	۳۰/۶۵۹
ریسک ورشکستگی (BR)							
سال - بانکهای فاقد ریسک ورشکستگی: ۴۹							
سال - بانکهای دارای ریسک ورشکستگی: ۱۰۵							
زیان ده بودن بانک (LOSS)							
سال - بانکهای سودده: ۱۳۰							
سال - بانکهای زیان ده: ۲۴							

با توجه به جدول (۴) تعداد مشاهدات سال - بانک بر اساس داده های ترکیبی متوازن، ۱۵۴ مشاهده برابر با ۱۴ بانک در ۱۱ سال بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می توان شاخص های بالا را به شاخص های مرکزی، پراکندگی و سایر شاخص ها تقسیم نمود، که شاخص های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص ها عبارت از شاخص بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی می باشد. به طور خلاصه، میانگین ریسک ورشکستگی نشان می دهد که به طور متوسط سال - بانکهای فاقد ریسک ورشکستگی ۴۹ مشاهده و سال - بانکهای دارای ریسک ورشکستگی ۱۰۵ مشاهده می باشد، همچنین میانگین زیان ده بودن بانک نشان می دهد که به طور متوسط سال - بانکهای سودده ۱۳۰ مشاهده و سال - بانکهای زیان ده ۲۴ مشاهده می باشد. در مورد ضریب چولگی منفی برخی از متغیرها نیز میتوان گفت که این موضوع حاکی از وجود چوله به راست و تمایل این متغیرها به مقادیر کوچکتر است، همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده ها حول میانگین متمرکز شده است.

آزمون نرمالیت توزیع متغیرهای وابسته پژوهش: در این مطالعه برای بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون کولموگرووف - اسمیرنوف (K-S) می شود.

جدول (۵) نتایج بررسی نرمالیت توزیع متغیرهای وابسته

نتایج آزمون K-S (نرمالیت)						متغیرهای وابسته
سطح معناداری	آماره K-S	منفی	مثبت	انحراف معیار	میانگین	
۰/۱۱۱	۱/۲۰۲	۰/۲۱۸	۰/۹۷۲	۰/۱۷۸	۰/۶۷۲	ریسک همزمانی قیمت سهام (PSR)
۰/۱۱۸	۱/۱۸۴	۰/۱۷۵	۵/۲۰۱	۰/۸۹۸	۱/۴۳۱	ریسک بازده بازار سهام (MRR)

با توجه به جدول (۵)، بعد از آزمون نرمالیت، سطح معنی داری آماره Z آزمون KS برای متغیرهای ریسک همزمانی قیمت سهام و بازده بازار سهام به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش یافته، بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیرهای مذکور پذیرفته می شود و گویای آن است که این متغیرها دارای توزیع نرمال می باشد. لذا برای آزمون فرضیات مرتبط با این متغیرها، از روش های آماری پارامتریک استفاده می گردد.

نتایج آماره های پیش فرض استنباطی برای آزمون فرضیات پژوهش

با توجه به اینکه فرضیه اول پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی مورد آزمون قرار می گیرد لذا نتایج آماره های استنباطی، برای آزمون این فرضیه به شرح زیر می باشد:

جدول (۶) نتایج بررسی نرمالیت توزیع متغیرهای وابسته

عنوان آماره	فرضیه اول		فرضیه دوم	
	مقدار آماره	سطح معناداری	مقدار آماره	سطح معناداری
نتایج آماره اف لیمر	۲۳/۷۳۷	Prob. ۰/۰۰۰	۲/۲۴۰	Prob. ۰/۰۱۱
نتایج آماره هاسمن	۱۲۵/۱۵۰	Prob. ۰/۰۰۰	۱۲۶/۰۶۹	Prob. ۰/۰۰۰
نتایج آماره اف وایت	۰/۹۱۴	Prob. ۰/۶۱۹	۱/۴۷۶	Prob. ۰/۰۵۱
نتایج آماره گادفری	۱/۵۷۴	Prob. ۰/۲۶۵	۲/۳۶۷	Prob. ۰/۱۰۵

با توجه به جدول شماره (۶) سطح معنی داری آماره F-limer کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانل (تابلویی) نسبت به روش داده های پولد (تلفیقی) ارجحیت دارد. همچنین از آنجایی که سطح معنی داری آماره H-hausman کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. در ادامه سطح معنی داری آماره White بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده لذا با مشکل ناهمسانی واریانس مواجه نیستیم. نهایتاً با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره Godfrey بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش است لذا رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد.

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول به شرح جدول شماره (۷) می باشد.

جدول (۷) نتایج برآورد مدل برای فرضیه اول پژوهش

نام و نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
عدم قطعیت اقتصادی (MII)	۰/۱۰۶	۴/۳۸۰	۰/۰۰۰	۱/۱۲۶
نسبت ارزش بازار به دفتری (MB)	-۰/۰۱۲	-۲/۷۳۷	۰/۰۱۱	۱/۳۱۶
جریان نقد عملیاتی (CFO)	-۰/۱۲۷	-۰/۹۸۶	۰/۳۲۵	۱/۱۰۹
درصد تغییر فروش (Δ SALE)	-۰/۰۰۰	-۰/۰۸۵	۰/۹۳۱	۱/۱۸۳
سود پرداختی هر سهم (DIV)	-۰/۰۰۷	-۰/۷۱۰	۰/۴۷۸	۱/۱۴۴
زیان ده بودن بانک (LOSS)	۰/۰۸۰	۲/۸۵۶	۰/۰۰۹	۱/۳۰۵
ریسک ورشکستگی (BR)	۰/۱۰۴	۴/۴۲۰	۰/۰۰۰	۱/۲۲۲
ارزش بانک (Q)	-۰/۰۰۱	-۰/۱۰۵	۰/۹۱۶	۱/۴۲۶
مقدار ثابت	۰/۶۹۱	۲۴/۹۰۲	۰/۰۰۰	-
آماره F (سطح معنی داری)	۱۵/۸۹۷ ۰/۰۰۰	آماره دوربین-واتسون		۱/۹۹۰

نام و نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
(ضریب تعیین)	۰/۷۱۶	آماره جاکو برا (سطح معنی داری)	۷/۹۶۵ ۰/۱۱۸	

بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول (در جدول شماره ۷)، با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۷۱/۶ درصد از تغییرات متغیر ریسک همزمانی قیمت سهام، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. همچنین در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جاکو برا گویای آن است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می باشند بطوری که سطح معنی داری مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۱۱۸). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دورین واتسون ۱/۵ و ۲/۵ است (۱/۹۹۰) لذا می توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر عدم قطعیت اقتصادی (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰) لذا عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد، بر همین اساس فرضیه اول پژوهش تایید می گردد. همچنین از متغیرهای کنترلی نیز نسبت ارزش بازار به دفتری بر ریسک همزمانی قیمت سهام تاثیر منفی و زیان ده بودن بانک و ریسک ورشکستگی بر ریسک همزمانی قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. در نهایت با آزمون همخطی میان متغیرهای تحقیق نیز مقدار آماره VIF (عامل تورم واریانس) برای تمامی متغیرها از ۵ کوچکتر بوده و بیانگر این است که میان متغیرهای پژوهش مشکل همخطی شدید وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم به شرح جدول شماره (۸) می باشد.

جدول (۸) نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم پژوهش

نام و نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
عدم قطعیت اقتصادی (MII)	۰/۳۸۵	۳/۱۸۶	۰/۰۰۲	۱/۱۲۶
نسبت ارزش بازار به دفتری (MB)	۰/۰۳۵	۱/۰۵۷	۰/۲۹۲	۱/۳۱۶
جریان نقد عملیاتی (CFO)	۱/۱۹۷	۱/۲۰۴	۰/۲۳۰	۱/۱۰۹
درصد تغییر فروش (Δ SALE)	۰/۱۱۱	۲/۷۹۲	۰/۰۱۴	۱/۱۸۳
سود پرداختی هر سهم (DIV)	-۰/۰۸۳	-۱/۰۳۴	۰/۳۰۲	۱/۱۴۴
زیان ده بودن بانک (LOSS)	۰/۲۵۳	۲/۱۸۴	۰/۰۳۲	۱/۳۰۵
ریسک ورشکستگی (BR)	۰/۳۰۸	۲/۷۷۵	۰/۰۱۵	۱/۲۲۲
ارزش بانک (Q)	۰/۴۵۷	۳/۴۰۸	۰/۰۰۰	۱/۴۲۶
مقدار ثابت	۰/۶۵۶	۳/۰۸۰	۰/۰۰۲	-
آماره F (سطح معنی داری)	۱۱/۲۶۸ ۰/۰۰۰	آماره دورین - واتسون	۲/۱۰۴	
(ضریب تعیین)	۰/۳۴۲	آماره جاکو برا (سطح معنی داری)	۸/۵۸۷ ۰/۰۹۸	

بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم (در جدول شماره ۸)، با توجه به اینکه آماره $F (0/000)$ دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳۴/۲ درصد از تغییرات متغیر ریسک بازده بازار سهام، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. همچنین در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جارکوبرا گویای آن است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می باشند بطوری که سطح معنی داری مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۹۸). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است (۲/۱۰۴) لذا می توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر عدم قطعیت اقتصادی (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰) لذا عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک بازده بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد، بر همین اساس فرضیه دوم پژوهش تایید می گردد. همچنین از متغیرهای کنترلی نیز درصد تغییر فروش، زیان ده بودن بانک، ریسک ورشکستگی و ارزش بانک بر ریسک بازده بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. در نهایت با آزمون همخطی میان متغیرهای تحقیق نیز مقدار آماره VIF (عامل تورم واریانس) برای تمامی متغیرها از ۵ کوچکتر بوده و بیانگر این است که میان متغیرهای پژوهش مشکل همخطی شدید وجود ندارد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

کارایی بازارهای اوراق بهادار، منوط به اطلاعات عمومی موجود است که شامل اطلاعات ارائه شده در صورت های مالی و سایر اطلاعات افشاء شده توسط بانکها و موسسات مالی است که به طور عمده نتیجه تحلیل مدیران می باشد. نخستین عاملی که تمام سرمایه گذاران باید مدنظر قرار دهند شرایط نااطمینانی است سرمایه گذاران با این امید دارایی ها را خریداری می کنند که انتظار دارند در طول چند دوره بعد بازده کسب کنند. با افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی، بسیاری از شرکتها تغییرات عمده ای را در رویه های ویژگی های بارز بازار سهام خود ایجاد می کنند. بنابراین در این پژوهش به بررسی تاثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک همزمانی و بازده بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج و یافته های فرضیه اول، با نتایج تحقیقات بلوم و همکاران (۲۰۱۶)، نیفر و آجیلی (۲۰۱۹) و شن و همکاران (۲۰۲۱) همسو است. در رابطه با تحلیل فرضیه می توان گفت، با توجه به تئوری گزینه های واقعی، بانکها و شرکت ها، سرمایه گذاری های خود را در صورت عدم اطمینان اقتصادی بالا اعمال نمی کنند و هنگامی که با عدم قطعیت سیاست های اقتصادی مواجه می شوند تا زمانی که اطلاعات جدیدی از وضعیت اقتصادی در دسترس نداشته باشند، سرمایه گذاری های خود را به تاخیر می اندازند. این مهم در ادامه می تواند همبستگی بین قیمت سهام بانکها و اعتبار دهندگان مختلف را کاهش دهد و در نتیجه همگامی قیمت سهام را کاهش (افزایش ریسک همزمانی قیمت سهام) دهد. نتایج و یافته های فرضیه دوم، با نتایج تحقیقات بیانکونی و همکاران (۲۰۲۱)، الثاقب و الغرابالی (۲۰۱۹) و چن و چیانگ (۲۰۲۰) همسو است. در رابطه با تحلیل فرضیه می توان گفت، به طور کلی افزایش عدم قطعیت اقتصادی ممکن است بر احساسات سرمایه گذاران تاثیر منفی بگذارد و منجر به انتظارات بدبینانه شود. وقتی سرمایه گذاران دیدگاه های بدبینانه ای در مورد سود سهام یا نرخ های تنزیل آتی دارند، تمایل دارند سرمایه گذاری های خود را در سهام کاهش دهند. این امر باعث کاهش قیمت سهام و متعاقبا کاهش بازده سهام (افزایش در ریسک بازده بازار سهام) می شود. در ادامه پیشنهادات پژوهش به شرح زیر می باشد: با توجه به تاثیر گذاری نااطمینانی سیاست

اقتصادی بر شاخص های بارز بازار، به دولت ها پیشنهاد می شود بسیار مراقب باشند تا در سیاستها و تصمیمات شان ثبات بیشتری اعمال کنند. زیرا بازارهای مالی و سرمایه ای آنها نسبت به کشورهای پیشرفته ضعیف تر است و نظم کمتری دارد و بی ثباتی و تغییر در این سیاست های دولت باعث ایجاد مشکلات زیادی در بازار بورس از جمله افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در پی آن کاهش ارزش بانک ها میگردد. همچنین به طور کلی در رابطه با نتایج کلی پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود به دنبال ایجاد محتوای اطلاعاتی در دوران نااطمینانی اقتصادی برای بازار سرمایه باشند و در صورت عدم افشاء سطح قابل افشائیات در رابطه با شاخص های بارز بازار، از ابزارهای قانونی برای وادار کردن بانکها و موسسات مالی استفاده نمایند.

منابع

- ۱- ابراهیمی، حسن. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین مدیریت سود و ریسک کاهش قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. دهمین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری
- ۲- اربابیان، علی اکبر، سلطانی نژاد، اردشیر. (۱۳۹۱). "تأثیر تغییرات عدم اطمینان در شرایط اقتصادی بر قیمت سهام". مجله چشم اندازهای مدیریت مالی، شماره ۶، صص ۱۴۲-۱۲۳
- ۳- پژوهشکده پولی و بانکی. (۱۳۸۷). "بررسی ها و سیاست های اقتصادی". بانک اطلاعات سری های زمانی اقتصادی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- ۴- جعفری صمیمی، احمد. (۱۳۹۱). "اقتصاد بخش عمومی". انتشارات سمت، چاپ دوازدهم.
- ۵- دانیالی ده حوض، محمود؛ منصوری، حسین. (۱۳۹۱). "بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و اولویت بندی عوامل مؤثر بر آن". پژوهشنامه اقتصادی سال دوازدهم. شماره ۴ و پیاپی (۴۷). صص ۷۱-۹۶
- ۶- عبدالحی، امیرحسین. (۱۴۰۲). "تاثیر عدم قطعیت اقتصادی بر سودآوری و قابلیت پیش بینی سود در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران غرب
- 7- Al-eitan, G. N., Bani-Khalid, T. O. (2019). credit risk and financial performance of the Jordanian commercial banks: A PANEL DATA ANALYSIS. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23, 1-13.
- 8- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: a literature review. The Journal of Economic Asymmetries, 20, e133
- 9- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. Journal of Financial Markets, 5(1), 31-56.
- 10- Andreou, P. C; Lambertides, N; Magidou, M. (2023). Stock Price Crash Risk: A Critique of the Agency Theory Viewpoint. SSRN Electronic Journal.
- 11- Bianconi, M., Esposito, F., & Sammon, M. (2021). Trade policy uncertainty and stock returns. Journal of International Money and Finance, 119, 102492
- 12- Bloom, N., Bond, S., and Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. The Review of Economic Studies, 74 (2), 391-415
- 13- Bloom, N., Draca, M, and Van Reenen, J. (2016). Trade induced technical change: The impact of Chinese imports on innovation, diffusion, and productivity. Review of Economic Studies 83(1), 87-117.
- 14- Carmon, Z., Wertenbroch, K., & Zeelenberg, M. (2003). Option attachment: when deliberating makes choosing feel like losing. Journal of Consumer Research, 30(1), 15-29

- 15- Chan, K., Hameed, A., & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414-438
- 16- Chen, X., & Chiang, T. C. (2020). Empirical investigation of changes in policy uncertainty on stock returns—evidence from china's market. *Research in International Business and Finance*, 53, 101183
- 17- Chiang, T.C., Nelling, E., Tan, L. (2008). The speed of adjustment to information: Evidence from the Chinese stock market. *International Review of Economics & Finance*, 17(2), 216-229.
- 18- Chowdhury, A., Uddin, M., & Anderson, K. (2018). Liquidity and macroeconomic management in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 34, 1-24.
- 19- Dash, S R and Sethi, M (2024), The Impact of Economic Policy Uncertainty on Investment - Cash Flow Sensitivity: Does ESG Make Any Difference?, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(3). 202-222.
- 20- Dash, S. R., Maitra, D., Debata, B., & Mahakud, J. (2021). Economic policy uncertainty and stock market liquidity: evidence from g7 countries. *International Review of Finance*, 21(2), 611-626. <https://doi.org/10.1111/irfi.12277>
- 21- Dixit, A.K., and Pindyck, S.R. 1994, *Investment under uncertainty*, Princeton University Press: Princeton, NJ.
- 22- Dominik Rehse, Ryan Riordan, Nico Rottke, Joachim Zietz (2019), The effects of uncertainty on market liquidity: Evidence from Hurricane Sandy, *Journal of Financial Economics* (2019), <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.04.006>
- 23- Gimán, Nam. Juhee Hwang. Cheol Lee. (2023). Classification Shifting and Future Stock Price Crash Risk. This preprint research paper has not been peer reviewed. Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=4410747>
- 24- Ginn, W (2023). The impact of economic policy uncertainty on stock prices. *Economics Letters*. 233, 111432.
- 25- Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364
- 26- Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity. www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1362074
- 27- Gu, X., Xin, Y., & Xu, L. (2019). Expected stock price crash risk and bank loan pricing: evidence from china's listed firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101166
- 28- Hua, Debao. Jingming Lub. Sibao Zhaoc. (2023). Does Trade Policy Uncertainty Increase Commercial Banks' Risk-Taking? Evidence from China. *Humanities and Social Science Research*. <https://ssrn.com/abstract=4555345>
- 29- Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *J. Financ. Econ.* 94 (1), 67–86.
- 30- Jaramillo, L & Sancak, C (2007), Growth in the Dominican Republic and Haiti: Why has the Grass Been Greener on One Side of Hispaniola? IMF Working Paper.
- 31- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292
- 32- Jing, Z., Lu, S., Zhao, Y., & Zhou, J. (2023). Economic policy uncertainty, corporate investment decisions and stock price crash risk: evidence from china. *Accounting & Finance*
- 33- Justin, Yiqiang Jin. Kiridaran Kanagaretnam. Yi Liu. Gerald J. Lobo. (2018). "Economic Policy Uncertainty, Monetary Policy Uncertainty, and Bank Earnings Opacity". Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3097592>
- 34- Kim. J.B., Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 33 (1), PP. 78-114.

- 35- LENYIE, L (2023). Systemic Risk and Stock Market Return: A Vector Error Correction Estimate from Nigeria. *World Journal of Finance and Investment Research E-ISSN*. 7 (2). 49-76.
- 36- Li, X., Balcilar, M., Gupta, R., & Chang, T. (2016). The causal relationship between economic policy uncertainty and stock returns in china and india: evidence from a bootstrap rolling window approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(3), 674-689
- 37- Man D H. Toan N M (2023). The impact of policy uncertainty on stock liquidity in Vietnam's M&A market. *Journal of Science and Technology Issue on Information and Communications Technology*. 21(6.1) 99-103.
- 38- Murthy ,R., Mundi H S (2023). Stock Return Synchronicity and Profitability: Evidence from India. *Paradigm: A Management Research Journal*. 27(1). 47-59
- 39- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57
- 40- Neifar, S., & Ajili, H. (2019). Ceo characteristics, accounting opacity and stock price synchronicity: empirical evidence from german listed firms. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(2), 29-43
- 41- Qian, M., Sun, P.W., Yu, B. (2017). High turnover with high price delay? Dissecting the puzzling phenomenon for China's a-shares. *Finance Research Letters*, 22, 105-113.
- 42- Ram, M R. (2023). Esg Score and Stock Price Synchronization in Indian Market. *Journal of Namibian Studies*. 35 S1. 4264-4285.
- 43- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–78.
- 44- Ryu, D., Park, S.G., Yang, H. (2017). Noise Traders, mispricing, and price adjustments in derivatives markets. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3320266>.
- 45- Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Yongtae Kim. (2021). "Policy Uncertainty and Accounting Quality". Santa Clara University and Korea Advanced Institute of Science and Technology (KAIST)
- 46- Shen, Y. V., Wang, W., & Zhou, F. (2021). Insider pledging in the us. *Journal of Financial Stability*, 53, 100830
- 47- Shu, Yan, Broadstock, David C. and Bing. Xu. (2013). "The Heterogeneous Impact of Macroeconomic Information on Firms' Earnings Forecasts". *The British Accounting Review*. Vol.45,311–325.
- 48- Tanveer B, Waheed A, Asif Khan M, Naseer M, M (2023). Effect of Economic Policy Uncertainty on China's Stock Price Index: A Comprehensive Analysis Using Wavelet Coherence Approach. *SAGE Open*. 1–13
- 49- Tobin J. (1984). On the efficiency of the financial-system. *Lloyds Bank Annual Review*, 153, 1–15.
- 50- Wang Fengrong, Mbanyele William, Muchenje Linda. (2022). "Economic policy uncertainty and stock liquidity: The mitigating effect of information disclosure". *Research in International Business and Finance* 59 (2022) 101553
- 51- Wang, F., Mbanyele, W., & Muchenje, L. (2022). Economic policy uncertainty and stock liquidity: the mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, 59,101553
- 52- Wang, Z., Xing, T. and Wang, X. (2024), "Economic uncertainty and stock market asymmetric volatility: analysis based on the asymmetric GARCH-MIDAS model", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2023-0841>

- 53- Xiao D (2023). A literature review of stock price crash risk: evidence from its influencing factors. SHS Web of Conferences 169, 01072
- 54- Zhang, L., Chen, W. and Hu, N. (2023), "Economic policy uncertainty and stock liquidity: evidence from China", International Journal of Emerging Markets. 18(1). 22-44.
- 55- Zhao, D., & Sing, T. F. (2016). Corporate real estate ownership and productivity uncertainty. Real Estate Economics, 44(2), 521-547.