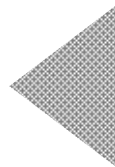


تأثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام (منتخبی از کشورهای D8)



شیرین اربابیان^۱

زهرا زمانی^۲

نگین صادقی محمدی^۳

(تاریخ دریافت ۹۷/۸/۲ - تاریخ تصویب ۹۷/۹/۵)

چکیده

یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصاد هر کشور، بازار سرمایه است و آزادسازی مالی و تقویت بازارهای مالی نقش مهمی در رشد اقتصادی ایفا می‌کنند. تأثیر بخش مالی بر اقتصاد آن‌چنان مهم است که امروزه اعتقاد بر این است که بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی‌توان به رشد اقتصادی دست یافت. همچنین به دلیل وجود ریسک در بازار سهام و از آن‌جا که موفقیت هر اقتصاد بستگی به عملکرد بازار مالی دارد، مطالعه عوامل مؤثر بر ریسک این بازار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

در این مطالعه تأثیر توسعه بازار مالی بر ریسک بازار سهام منتخبی از کشورهای D8 (مالزی، ترکیه، مصر، ایران، اندونزی و پاکستان)، طی دوره (۲۰۱۵-۲۰۰۵) بررسی شده است. برای برآورد الگوی پژوهش از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است.

۱- استادیار اقتصاد و عضو هیأت علمی دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی (نویسنده مسئول)، arbabian_sh@yahoo.com

۲- دکتری اقتصاد دانشگاه اصفهان

۳- کارشناسی ارشد دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی

نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد اثر متغیرهای توسعه مالی بر ریسک بازار سهام با توجه به شاخص به-کار رفته برای نسبت سرمایه‌ای شدن بازار سهام منفی و معنادار و برای دیگر شاخص توسعه مالی مبنی بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مثبت و معنادار بوده است. همچنین تولید ناخالص داخلی و نوسان نرخ ارز تأثیری منفی و معنادار و باز بودن مالی تأثیری مثبت و معناداری بر ریسک بازار سهام داشته‌اند.

کلید واژه: ریسک، بازار سهام، توسعه بازارهای مالی، داده‌های تابلویی

۱- مقدمه

بازارهای مالی، دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی هستند. تا حدی که به عقیده برخی اقتصاددانان، گسترش بازارهای مالی، موتور محرک رشد اقتصادی کشورها می‌باشد. سرمایه-گذاری و تشکیل سرمایه از ابزارهای توسعه و پیشرفت در سطوح خرد و کلان است. در واقع وجود و کارکرد اصلی بازارهای مالی و واسطه‌های مالی، ایجاد زمینه برقراری ارتباط میان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است. در این راستا، سیستم‌های مالی کارآمد می‌توانند از طریق کسب اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تجمع و تجهیز پس‌اندازها، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها، تسهیل مبادله کالاها و خدمات و توزیع و مدیریت ریسک، با کاهش هزینه‌های مبادله و کسب و تحلیل اطلاعات، موجب تخصیص بهتر منابع و در نهایت، افزایش رشد اقتصادی شوند. سیستم مالی یک کشور از بازارها، ابزارها و محصولات مالی متنوعی تشکیل شده است. بر این اساس توسعه مالی یک مفهوم چندوجهی است که علاوه بر توسعه بخش بانکی، ابعاد دیگری چون توسعه بخش مالی غیربانکی، توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی، مقررات و نظام بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی را در بر می‌گیرد (دادگر و نظری، ۱۳۹۲).

با گسترش بازارهای مالی، امکان و زمینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد و بخش خصوصی قادر است انواع راهکارهای متناسب با نیازهای خود برای پس‌انداز در شرایط با ریسک کمتر را انتخاب کند. ریسک و مدیریت آن در ادبیات مالی و بانکی بسیار مورد توجه است. به بیان دیگر نظام مالی و بانکی با انواع گوناگونی از ریسک روبرو است که مدیریت آن‌ها

در جای خود بسیار اهمیت دارد. توسعه مالی از یک طرف سبب نقدشوندگی بازار مالی می‌شود و از طرف دیگر می‌تواند باعث شود که مؤسسات مالی ریسک بالاتری را پذیرفته، یک دوران سرخوشی وام‌دهی، یک رونق شدید اعتباری و شاید یک بحران مالی را تجربه کنند. در اصل تصور می‌شود توسعه بازارهای مالی منجر به رشد اقتصادی از طریق فراهم کردن دسترسی بهتر شرکت‌ها به تأمین سرمایه می‌شود، که بدین وسیله سرمایه‌گذاری‌های داخلی را افزایش می‌دهد. توسعه بازارهای مالی نسبت جمع‌آوری سرمایه یک اقتصاد را بهبود بخشیده، که این مسئله سبب کاهش ریسک بازارهای مالی می‌شود (ویتسونتی^۱، ۲۰۱۴).

در مطالعات بسیاری به موضوع توسعه مالی پرداخته شده است. در اغلب این مطالعات به بررسی اثر توسعه بازارهای سهام بر رشد اقتصادی پرداخته شده و مربوط به بازارهای سرمایه‌ای کشورهای توسعه یافته است. از آنجائی که در دهه‌های اخیر افزایش فعالیت‌های بازارهای سهام در کشورهای حوزه D8 چشمگیر بوده است و به دلیل وجود ریسک در بازار سهام و از آنجا که موفقیت هر اقتصاد بستگی به عملکرد بازار مالی دارد، مطالعه‌ی عوامل مؤثر بر ریسک بازار این کشورها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بنابراین هدف از نگارش این پژوهش، بررسی تأثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام منتخبی از کشورهای D8 می‌باشد. ویژگی کشورهای مورد مطالعه این است که گروهی از کشورهای مسلمان هستند و در تمام این کشورها معامله اوراق قرضه در بازار بورس قانوناً ممنوع است.

در بخش اول و دوم مقاله، مبانی نظری پژوهش و پیشینه مطالعات انجام شده مورد بررسی قرار می‌گیرد. در بخش سوم، الگوی پژوهش معرفی و سپس برآورد و تحلیل می‌شود و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهاد ارائه می‌شود.

۲- چارچوب نظری پژوهش

۲-۱- بازار مالی و توسعه

بازار مالی، بازاری است که دارایی‌های مالی در آن خلق و مورد معامله و دادوستد واقع می‌شوند. اگرچه وجود بازار مالی، تنها شرط ایجاد و مبادله دارایی مالی نیست، اما در اقتصاد

بیشتر کشورها، دارایی‌های مالی در بازارهای مالی، خلق و سپس مبادله می‌گردند اولین کارکرد بازار مالی، انتقال وجوه مازاد افراد علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری به افراد نیازمند وجوه و دومین کارکرد آن، توزیع ریسک بین ارائه‌کننده وجوه و گیرنده وجوه است که اصطلاحاً به این جنبه از بازار مالی بازار تأمین اطمینان گفته می‌شود. سومین کارکرد این است که معاملات بین خریداران و فروشندگان در بازار مالی، قیمت دارایی مبادله شده را تعیین می‌کند و به عبارتی، نرخ بازده دارایی مالی معین می‌شود. این کارکرد، به فرآیند کشف قیمت معروف است. کارکرد چهارم آن است که بازار مالی، سازوکاری را برای سرمایه‌گذار، به‌منظور فروش دارایی مالی وی فراهم می‌کند. به دلیل همین ویژگی گفته می‌شود که بازار مالی دارای ویژگی نقدینگی است و در صورت نبود آن، مالک دارایی مالی مجبور است اوراق قرضه یا مشارکت خود را تا سررسید آن نگه دارد (به دلیل سررسیددار بودن این ابزارها) یا سهام خود را تا زمانی که مشتری مناسب پیدا شود حفظ کند. درجه نقدینگی و نقدشوندگی، یکی از معیارهایی است که بازارهای مختلف را از یکدیگر متمایز می‌کند. پنجمین کارکرد بازار مالی، کاهش دادن هزینه‌های جستجو و گردآوری اطلاعات است. هزینه‌های جستجو، بیانگر هزینه‌های آشکاری است که به‌صورت صرف پول برای تبلیغات فروش یا خرید دارایی مالی نشان داده شده و یا هزینه‌های ضمنی است که به‌صورت ارزش زمان صرف شده خود را نشان می‌دهند. هزینه‌های اطلاعاتی نیز به ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری دارایی مالی و جریان‌های نقدی مورد انتظار آن مربوط می‌شود. در بازار مالی کارآمد، قیمت‌ها، کل اطلاعات گردآوری شده توسط طرف‌های مختلف در بازار را منعکس می‌کنند (شبان، ۱۳۹۱).

توسعه بازارهای مالی در دنیای امروز از اهمیت بالایی برخوردار است و همچنین تأثیری مثبت بر فعالیت‌های اقتصادی از طریق افزایش کارایی خدمات مالی، مدیریت ریسک، اختصاص سرمایه و تجهیز منابع دارد. گرچه، در کوتاه مدت، توسعه مالی باعث می‌شود که بر مؤسسات مالی ریسک بالاتری تحمیل شود (ویتسونتی و تونگورای^۱، ۲۰۱۵)، گسترش واسطه‌گری‌های مالی از جمله عواملی است که می‌تواند بر رشد اقتصادی اثرگذار باشد. هر نظام اقتصادی از دو بخش حقیقی و مالی تشکیل شده است. بخش مالی به‌عنوان مکمل بخش واقعی، دربرگیرنده‌ی فعالیت-

هایی است که توسط پول و سایر اوراق بهادار انجام شده و از بازارهای مالی (بازار پول و غیرپول) که وظیفه‌ی اصلی آن انتقال وجوه قابل وام دادن از وام‌دهندگان یا واحدهای دارای مازاد پس‌انداز که بیشتر خانوارها هستند، به قرض‌گیرندگان یا واحدهای دارای کسری پس‌انداز که بیشتر شرکت‌های تجاری هستند تشکیل می‌شود.

بنابراین بازارهای مالی نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن رشد اقتصادی دارند (ختایی و همکاران، ۱۳۷۸). توسعه مالی به مفهوم توسعه بازارهای مالی با شاخص‌های مختلفی سنجیده می‌شود، استفاده از شاخص واحد برای اندازه‌گیری توسعه بازار و رتبه‌بندی کشورها براساس آن، دید یک‌جانبه و محدود ایجاد می‌کند. لذا هدف اصلی آن است که کشورها با توجه به شاخص‌های مختلف که دربردارنده وجوه متفاوتی از توسعه بازار است رتبه‌بندی شوند. میلر^۱ (۲۰۰۲) توسعه بورس اوراق بهادار را از طریق سه مشخصه اصلی عمق، عرض و خبرگی توصیف می‌کند. عوامل بسیاری در تعیین سطح توسعه مالی (توسعه بازار مالی) کشورها دخالت دارند، این عوامل عبارت‌اند از: عوامل تاریخی شامل مؤلفه‌های قانونی، سیاسی، فرهنگی، اخلاقی و جغرافیایی و عوامل سیاستی شامل محیط سیاسی و اقتصاد کلان، زیرساخت‌های نهادی، قانونی و اطلاعاتی، مقررات و نظارت، رقابت و کارایی، آزادسازی مالی و تسهیل دسترسی به خدمات مالی و غیره (جهانگرد و علی‌عسگری، ۱۹۳۰). بسیاری از اقتصاددانان بر این باور بوده‌اند که توسعه مالی شرط لازم برای دسترسی به نرخ بالای رشد اقتصادی است. این دیدگاه اولین بار توسط "جوزف شومپتر"^۲ بیان شد و "پاتریک"^۳ این دیدگاه را دیدگاه عرضه‌ی توسعه‌ی مالی نامید. ساختارگرایان^۴ به پیروی از گلداسمیت^۵ بر این باورند که توسعه‌ی مالی به‌طور مستقیم پس‌انداز را به شکل دارایی-های مالی افزایش می‌دهد و بنابراین منجر به تشویق شکل‌گیری سرمایه و رشد اقتصادی می‌شود (شاگری و خسروی، ۱۳۸۳).

۱- Miller

۲ - Joseph Schumpeter

۳ - Patrick

۴ - Gupta & Spear

۵- Goldsmith

۲-۲- بازار مالی و ریسک

ریسک دارای تعاریف مختلفی است. ریسک در لغت به مفهوم امکان یا احتمال بروز خطر یا روبه‌رو شدن با خطر، صدمه دیدن، خسارت دیدن، کاهش درآمد و زیان دیدن است. در واقع هر عاملی که موجب محقق نشدن پیش‌بینی‌های آینده گردد، تحت عنوان عامل ریسک در نظر گرفته می‌شود. از نظر بانکداری، ریسک به معنی عدم قطعیت در رابطه با یک اتفاق است (روس^۱، ۱۹۹۹). به عبارت دیگر، ریسک شرایطی مرکب از خطر و فرصت است، شاید این تعریف را بتوان از جمله کامل‌ترین تعاریف ریسک به حساب آورد. زیرا نه تنها دنیای سرمایه‌گذاری، بلکه جهان طبیعت نیز تهدیدات و فرصت‌ها در کنار یکدیگر قرار داده است و موجودات به مقتضای سطح شعور و آگاهی‌های خود از این فرصت‌ها در کنار شناخت تهدیدات، استفاده می‌کنند (محرابی، ۱۳۸۹).

بازارهای مالی، ریسک سرمایه‌گذاری را تقسیم می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران مجبور باشند که خودشان در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری کنند، قدرت تنوع‌سازی آن‌ها به شدت کاهش می‌یابد. حال آن‌که نقدشوندگی بالاتر در بازار سهام و امکان خرید سبد متنوعی از سهام، این امکان را فراهم می‌سازد تا سرمایه‌گذاران خود را در برابر ریسک شرکتی، مصون کنند. این ویژگی تمایل برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مرتبط با توسعه فناوری یا محصولات نوآورانه را که به گونه‌ای طبیعی با ریسک بالا همراه هستند افزایش داده، در نهایت به رشد فناوری در جامعه کمک می‌کند. از طرف دیگر نهادهای مالی که ماهیت بین نسلی دارند (مثل صندوق‌های بازنشستگی) این امکان را فراهم می‌کنند تا ریسک‌های ناشی از تحولات اقتصاد کلان که ممکن است تأثیرات منفی روی یک نسل خاص بر جای گذارد، به یک نسل ویژه منتقل نشود و بدین گونه تمامی نسل‌ها از جریان مالی هموارتری برخوردار شوند (برومندفر، ۱۳۸۷).

توسعه و تعمیق بازار مالی در یک کشور از طریق افزایش باز بودن مالی و تسهیل شرایط جابه‌جایی و نقل‌وانتقال سرمایه باعث ایجاد ثبات در بازار سرمایه و کاهش ریسک بازار موصوف می‌گردد از همین‌رو در کشورهای توسعه‌یافته توجه جدی به بازار سرمایه و افزایش درجه باز بودن مالی صورت می‌پذیرد. نکته قابل تأمل در توسعه بازار و کاهش ریسک از طریق

افزایش درجه باز بودن مالی، افزایش امکان جابه‌جایی سرمایه و در نتیجه افزایش سرعت واکنش بازار به اخبار و رویدادهای سیاسی و اقتصادی می‌باشد (در نقطه مقابل کاهش ریسک) که در مواقع بحرانی نوسان‌های شدیدتری را در این‌گونه بازارها (بازارهای باز) به دنبال دارد (نظیر کاهش سریع ارزش سهام شرکت فولکس واگن در پی افشای عدم رعایت استانداردهای زیست‌محیطی در سال ۲۰۱۶ در بازار بورس وال استریت). اما علی‌رغم واقعیت فوق در سطح کلان اثرات کاهش ریسک بازارهای سهام در نتیجه افزایش باز بودن مالی پذیرفته‌تر می‌شود.

توسعه بازارهای مالی با ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری، افزایش قدرت نقدشوندگی و توزیع عادلانه اطلاعات باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شود. بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه‌گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری می‌کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می‌شود. کل ریسک به این علت کاهش می‌یابد که زیان در بعضی از سرمایه‌گذاری‌ها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه‌گذاری‌ها جبران می‌شود. بازارهای مالی همچنین ریسک عدم نقدشوندگی را کاهش می‌دهند. نقدشوندگی، عبارت است از سهولت تبدیل دارایی‌ها به قدرت خرید در قیمت‌های مورد توافق است. هزینه‌های مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش نقدشوندگی شده و ریسک را افزایش می‌دهد. بازارهای مالی از طریق انتشار اطلاعات و تسهیل داد و ستدها به کاهش ریسک عدم نقدشوندگی کمک می‌کنند. ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری و افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار و در نتیجه آن افزایش توان مالی بازار سرمایه (بورس) امکان ایجاد پرتفوی متنوع‌تر و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری را فراهم نموده و در نتیجه جذابیت بازار سهام را نسبت به بازارهای مشابه افزایش می‌دهد ضمن آن‌که با افزایش سرمایه پایه در بازار بورس شاخص کل سهام به عنوان داماسنج بازار از ثبات بالاتری برخوردار گردیده و با تغییر ارزش سهام یک یا چند شرکت در گستره بازار تلاطم و نوسان ایجاد نخواهد شد و در نتیجه ریسک بازار سهام کاهش می‌یابد (کاراکادیچ و همکاران^۱، ۲۰۰۳).

۳-پیشینه پژوهش

اموتلو و همکاران^۱ (۲۰۱۰) در دوره ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۵ و با استفاده از روش داده‌های تابلویی به بررسی اثرآزادسازی مالی برنوسان‌های بازار سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که افزایش درجه آزادسازی بازارهای مالی به کاهش نوسان‌های بازارسهام منجر می‌شود.

اسگیودا و همکاران^۲ (۲۰۱۲) به مطالعه نوسان‌های بازار سهام با استفاده از روش داده‌های تابلویی پویا در سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۰۷ پرداخته‌اند. پس از بررسی اندازه، حجم معاملات بازار سهام و رشد تولید واقعی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که افزایش یکپارچگی مالی به کاهش نوسان‌های بازدهی سهام کشورهای در حال توسعه منجر می‌شود، اما تأثیری بر اقتصادهای صنعتی ندارد.

ویستوتی و تونگورای (۲۰۱۵)، در مطالعه‌ای به بررسی اثر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بانکی در شرایط در شرایط بحران‌های بانکی یا چرخه‌های تجاری پرداخته‌اند. برای این منظور از داده‌های ۳۷ بانک در ۷ کشور آمریکای جنوبی، طی بازه زمانی ۲۲ ساله بین سال‌های ۱۹۹۱-۲۰۱۲ و از سه روش برآورد پانل رگرسیون، رگرسیون پانل پویا و رگرسیون پانل چندکی استفاده کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد به صورت متوسط توسعه اقتصادی بازارها باعث کاهش ریسک بانکی می‌شود. به‌علاوه، به نظر می‌رسد بحران‌های مالی و چرخه‌های اقتصادی اثر توسعه مالی بازارها روی ریسک بانکی را کاهش می‌دهند.

کریم^۳ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی دو منطقه آسیایی یعنی جنوب آسیا و شرق آسیا پرداخته است. وی از سرمایه بازار، نسبت معامله به ارزش کلی و نسبت گردش به عنوان شاخص‌های توسعه بازار سهام استفاده کرده و از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سرانه برای اندازه‌گیری رشد اقتصادی استفاده کرده است. روش داده‌های پانل خطی بر روی داده‌های سال‌های ۲۰۱۵-۱۹۹۶ برای مطالعه این پدیده استفاده شده و سپس این اثر در کشورهای سراسر این دو منطقه مقایسه شده است. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام تا حدودی در رشد اقتصادی منطقه آسیای جنوبی تأثیر می‌گذارد اما تأثیر آن در منطقه

۱- Umutlu et al

۲- Esqueda et al

۳- Karim

آسیای شرقی ناچیز است.

ابریشمی و همکاران (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای به بررسی اثرات ادغام مالی بر نوسانات کلان اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه‌ی صادرکننده‌ی نفت در دوره زمانی ۱۹۶۰-۲۰۰۵ پرداخته‌اند. برای این منظور از یک مدل استاندارد نوسانات اقتصادی استفاده کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که این کشورها در توزیع ریسک به کمک ادغام مالی موفق نبوده‌اند، همچنین ادغام مالی عامل مؤثری در بوجود آوردن نوسان‌های اقتصادی در این کشورها نبوده است.

احسانی و همکاران (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای به بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی در کشورهای عضو D8 طی دوره ۱۹۸۸-۲۰۱۱ پرداخته‌اند. برای این منظور از داده‌های تابلویی استفاده کرده‌اند. نتایج حاکی از آن است که برخی شاخص‌های توسعه بازار سهام (نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، نسبت کل ارزش سهام مبادله شده به تولید ناخالص داخلی و نسبت حجم معاملات) بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری دارند.

صادقی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک بازار سهام کشورهای تولیدکننده نفت منطقه خاورمیانه در سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۱۱ و با استفاده از روش داده‌های تابلویی پویا پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد جهانی شدن مالی در کشورهای مورد مطالعه، به کاهش نوسان‌های بازار اوراق بهادار منجر نمی‌شود.

۴-روش پژوهش

در مطالعه‌ی حاضر، ابتدا جهت بررسی موضوعات مربوط به توسعه بازارهای مالی و ریسک بازار سهام، روش اسنادی و تحلیل محتوایی مورد استفاده قرار گرفته است. سپس با استفاده از اطلاعات و آمار جمع‌آوری شده به عنوان الگوی اقتصادسنجی از روش توصیفی جهت شرح و توضیح متغیرها و از روش تجربی و رگرسیون به منظور بررسی تأثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام و ارتباط بین این دو استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده در قالب داده‌های مبتنی بر سری زمانی (۲۰۰۵-۲۰۱۵) برای منتخبی از کشورهای D8 (مالزی، ترکیه، مصر، ایران، اندونزی و پاکستان) می‌باشد. به منظور جمع‌آوری داده‌ها و مطالب از شاخص‌های توسعه جهانی WDI و همچنین سایت داده‌های اقتصادی فدرال رزرو استفاده می‌شود.

۴-۱- الگوی پژوهش

الگوهای مورد بررسی در این پژوهش بر اساس الگوی ویتسونتی و تونگورای (۲۰۱۵) بنا شده است که تصریح فرم ساختاری آن به صورت زیر می‌باشد:

$$Stock\ risk_{it} = F(SMD_{it}, MCON_{it}) \quad (۱)$$

$LStockrisk_{it}$ (LSR)، ریسک بازار سهام کشور i است.

SMD_{it} و $MCON_{it}$ به ترتیب متغیرهای بازار سهام و متغیرهای اقتصادی هستند. بنابراین فرم تابعی الگوها در قالب داده‌های تابلویی بصورت زیر تصریح می‌شود:

$$LStockrisk_{it} = \beta_1 + \beta_2 LSMD_{1it} + \beta_3 LGDP_{git} + \beta_4 LEXV_{it} + \beta_5 LKA_OPEN_{it} + \beta_6 TURNV_{it} + \varepsilon_{i,j} \quad (۲)$$

$$LStockrisk_{it} = \beta_1 + \beta_2 LSMD_{2it} + \beta_3 LGDP_{git} + \beta_4 LEXV_{it} + \beta_5 LKA_OPEN_{it} + \beta_6 TURNV_{it} + \varepsilon_{i,j} \quad (۳)$$

در رابطه فوق:

$LSMD_{it}$ لگاریتم شاخص توسعه بازار سهام می‌باشد. برای شاخص توسعه بازار سهام شاخص-های متعددی به کار می‌رود که در این پژوهش لگاریتم شاخص نسبت سرمایه ای شدن بازار^۱ ($LMKTCAPGDP$) و در الگو مختصراً با $LSMD_1$ نشان داده می‌شود و همچنین لگاریتم تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس^۲ ($LLDCT$) از دیگر شاخص‌های توسعه بازار سهام به حساب می‌آید و با $LSMD_2$ نشان داده خواهد شد.

$LMCON_{it}$ بردارهای متغیرهای اقتصادی که شامل لگاریتم نرخ رشد تولید ناخالص داخلی ($LGDP_g$)، لگاریتم نوسان نرخ ارز ($LEXV$)، لگاریتم نوسان حجم معاملات^۳ ($LTURNV$) و لگاریتم باز بودن مالی (LKA_OPEN) می‌شود. $\varepsilon_{i,j}$ جمله اخلاص می‌باشد.

۱ - Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP)

۲- Listed Domestic Company Total

۳ - Turnover Ratio

۴-۲- متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش متغیرهای بازار سهام و متغیرهای اقتصادی می‌باشند: LStockrisk نشان‌دهنده لگاریتم ریسک بازار سهام در کشورهای منتخب D8 و متغیر وابسته است که برای محاسبه ریسک بازار سهام هر کشور از انحراف معیار بازدهی استفاده شده است و از این پس به صورت اختصار (SR) نوشته خواهد شد. می‌توان انحراف معیار (Stockrisk) هر کشور مورد مطالعه با رابطه زیر محاسبه نمود:

$$StockRisk_{it} = \left[\frac{\sum (r_i - \bar{r})^2}{n-1} \right]^{1/2}_t \quad (5)$$

رابطه (۵) برگرفته از پژوهش اسگیودا و همکاران (۲۰۱۲) به نام جهانی شدن مالی و ریسک بازار سهام است که در آن Γ_i نشان‌گر بازدهی اوراق بهادار، \bar{r} میانگین بازدهی کل بازار و n تعداد بازدهی اوراق بهادار هر یک از کشورهای مورد مطالعه است. ریسک بازار سهام توسط انحراف معیار تخمین زده می‌شود. به منظور داشتن متغیر وابسته‌ای که تقریباً دارای توزیع نرمال باشد، از لگاریتم نوسان‌ها استفاده شده است.

داده‌های مربوط به این شاخص مربوط به کشورهای پاکستان، مصر، اندونزی، مالزی و ترکیه از سایت FRED و داده‌های مربوط به کشور ایران از کارگزاری بورس تهران به صورت سالیانه جمع‌آوری شده است. TEDPIX و TEPIX شاخص‌های در نظر گرفته شده برای محاسبه ریسک ایران است. در واقع TEDPIX هم تغییرات قیمتی سهام و هم سود نقدی شرکت‌ها را لحاظ می‌کند در صورتی که TEPIX فقط تغییرات قیمتی سهام را لحاظ می‌کند و ارتباطی با سود نقدی ندارد.

ریسک تحت تأثیر دو گروه متغیر SMD و MCON می‌باشد که هر کدام در ذیل اختصاراً توضیح داده شده است:

SMD_{it} شاخص توسعه بازار سهام یک متغیر توضیحی اصلی برای کشور Γ در زمان t است که در این پژوهش برای متغیر توسعه بازار سهام دو شاخص شامل نسبت سرمایه‌ای شدن بازار و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، معرفی می‌شود. داده‌های ذکر شده مربوط به این شاخص از سایت WDI جمع‌آوری شده است.

- نسبت سرمایه ای شدن بازار^۱ (MKTCAPGDP) شاخصی برای توسعه بازار سهام است که با تقسیم ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس بر تولید ناخالص داخلی به دست می‌آید. در ادامه این شاخص مختصراً (SMD_{1it}) معرفی خواهد شد.
- تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس^۲ (LDCT) از دیگر شاخص‌های توسعه بازار سهام به حساب می‌آید. در ادامه این شاخص مختصراً (SMD_{2it}) معرفی خواهد شد.
- MCON_{it} نشان‌دهنده متغیرهای اقتصادی است که شامل:
- نرخ رشد تولید ناخالص ملی (Gdpg) که بر پایه مدل سیکل‌های تجاری، ریسک بانک‌ها در دوران رونق کاهش و در دوران رکود افزایش می‌یابد. زیرا در مرحله رونق با افزایش درآمد کل و تولید، خانوارها از جریان درآمدی کافی برای تأمین بازپرداخت تسهیلات برخوردارند (کیوتاکي و مور^۳، ۱۹۹۵).
- نوسان نرخ ارز (Exv): افزایش تجارت جهانی و حرکت سرمایه موجب شده که نرخ ارز به عنوان یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده سودآوری شرکت‌ها و قیمت سهام آن‌ها مورد توجه قرار گیرد. یکی از مهمترین ریسک‌های بازارهای مالی، ریسک نرخ ارز است. زیرا نوسانات نرخ ارز ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را افزایش می‌دهد. شدت نوسان‌های نرخ واقعی ارز، نشان‌دهنده بی‌ثباتی و نااطمینانی در روند قیمت‌های نسبی بین کشورهاست. این نوسان‌های سبب ایجاد فضایی بی‌ثبات و نامطمئن در اقتصاد می‌شود. نوسانات نرخ ارز هم خطا در پیش‌بینی حاشیه سود ناخالص بازارهای مالی را افزایش می‌دهد و هم موجب افزایش خطا در پیش‌بینی ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های ارزی می‌شود (میرزائی و همکاران، ۱۳۹۱). در این مطالعه نوسان نرخ ارز با استفاده از محاسبه انحراف معیار نرخ ارز به دست می‌آید.
- نوسان حجم معاملات (Turnv)^۴ که نشان‌دهنده فعالیت بازار سهام است و به وسیله تقسیم کل معاملات انجام شده به ارزش سهام شرکت‌های داخلی حاضر در بورس محاسبه می‌شود.

۱- Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP)

۲- Listed Domestic Company Total

۳- Kiyotaki, & Moore

۴- Official Exchange Rate

۵ - Turnover Ratio

- آزادسازی مالی که با نماد (KA_OPEN) نشان داده می‌شود.

امروزه آزادسازی مالی به عنوان یکی از ابزارهای تقویت سیستم مالی و ایجاد تحول در ساختار مالی کشورها از طریق رقابت‌پذیرتر کردن آن مورد توجه قرار گرفته است (پراساد و همکاران، ۲۰۰۳). برای اندازه‌گیری باز بودن مالی از شاخص‌های مختلفی نظیر: گردش روزانه ارز خارجی، ذخائر اعتبارات بانکی فرامرزی، دارایی‌های بانکی فرامرزی و خالص جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نیز خالص جریان سرمایه خصوصی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی می‌توان استفاده نمود. شاخص آزادسازی مالی توسط چین و ایتو^۱ (۲۰۰۶) ساخته و پیشنهاد شده است و براساس متغیرهای صفر و یک که با استفاده از گزارش IMF تهیه شده است. تا سال ۱۹۹۶ متغیرهای دارای چهار گروه محدودیت بر حساب خارجی را به شرح زیر شامل می‌شود:

K1: وجود نرخ ارز چندگانه (چند نرخ ارزی)

K2: وجود محدودیت در مبادلات حساب جاری

K3: وجود محدودیت در مبادلات حساب سرمایه

K4: وجود الزامات واگذاری درآمد صادراتی

افزایش شاخص آزادسازی مالی بیانگر آزادی بیشتر در مبادلات سرمایه بین‌مرزی است. از سال ۱۹۹۶ به بعد با توجه به تغییر روش طبقه‌بندی در (AREAER)^۲ انسجام این چهار گروه برای انعکاس پیچیدگی کنترل حساب سرمایه از دست رفت لذا از روش مدی و مشید^۳ (۲۰۰۵) استفاده شد. افزایش این شاخص بیانگر آزادی بیشتر مبادلات سرمایه بین‌مرزی است، هر چه اقتصادی به لحاظ مالی به سمت اقتصاد جهانی بازتر باشد شرایط استفاده از جریان‌های سرمایه ارتقاء می‌یابد. به منظور تمرکز به تأثیر آزادسازی مالی، مقادیر یک و صفر به ترتیب تعریف شده‌اند که در صورت نبود محدودیت در حساب سرمایه عدد یک و در صورت وجود محدودیت عدد صفر در نظر گرفته شده است. در ضمن برای کنترل حساب سرمایه K3 از سهم ۵ سال (شامل سال جاری t و چهار سال قبل از آن) که کنترل وجود نداشت استفاده شده

1 - Chian and Ito

2 - Annual Report Exchange Restriction arrangement and Exchange Restriction

3 - Mody and Mushid

است:

$$SHAREK_{3,t} = \frac{K_{3,t} + K_{3,t-1} + K_{3,t-2} + K_{3,t-3} + K_{3,t-4}}{5} \quad (6)$$

۵- برآورد الگوی پژوهش

با توجه به این که مطالعه حاضر برای منتخبی از کشورهای D8 و از نظر گستره زمانی نیز در طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ صورت می‌گیرد، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند. پیش از برآورد الگوهای مورد نظر ابتدا باید متغیرها را از نظر مانایی مورد آزمون قرار داد. چون نامانایی آن‌ها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز رگرسیون کاذب می‌شود (طیبی و همکاران، ۱۳۹۰). در مورد آزمون مانایی داده‌های تابلویی از آزمون ریشه واحد جمعی از قبیل آزمون لوین، لین و چو^۱ استفاده می‌شود. همان‌طور که در جدول (۱) تمامی متغیرهای تحقیق در سطح مانا هستند.

جدول (۱)- نتایج آزمون ریشه واحد

متغیرهای الگو	آماره‌ی محاسبه شده	سطح احتمال	نتیجه‌ی آزمون
LSR	۴/۶۹	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
SMD _{1it}	۲/۵۹	۰/۰۰۴۷	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
SMD _{2it}	۳/۲۵	۰/۰۰۰۶	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
LGDP _g	۷/۶۵	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
LEX _v	۶/۸۹	۰/۰۰۰	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
LKA_OPEN	۱/۶۹	۰/۰۴۵۴	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود
TURN _v	۲/۵۹	۰/۰۰۴۷	فرضیه‌ی صفر مبنی بر نامانایی رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهش

قبل از برآورد الگوهای مذکور ضروری است مشخص شود که آیا باید از داده‌های تابلویی یا داده‌های ترکیبی استفاده شود. برای تصمیم‌گیری در این زمینه از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فوق در جدول (۲) آورده شده است.

جدول (۲) - نتیجه آزمون F لیمر

الگو	آماره محاسبه شده	احتمال	نتیجه
اول	۲۰/۰۸	۰/۰۰۱۲	داده های تابلویی
دوم	۷/۴۷	۰/۰۲۱۱	داده های تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور انتخاب میان روش ثابت و تصادفی در داده‌های تابلویی، آزمون هاسمن مورد استفاده قرار می‌گیرد نتایج حاصل از آزمون فوق در جدول (۳) مشاهده می‌شود.

جدول (۳) - نتایج آزمون هاسمن

الگو	آماره محاسبه شده	احتمال	نتیجه
اول	۲۶/۴۱	۰/۰۰۰۱	اثرات ثابت
دوم	۷/۶۸	۰/۱۷۴۵	اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی واریانس همسانی از آزمون LR استفاده می‌شود. به این صورت که فرض H_0 در این آزمون نشان‌دهنده همسانی واریانس می‌باشد و در صورتی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد این فرض رد شده و مدل دارای ناهمسانی واریانس است. بنابراین همان‌طور که مشاهده می‌شود نتایج در الگوی اول نشان می‌دهد که آماره آزمون LR برای این الگو زیر ۰/۰۵ بوده، بنابراین فرض H_0 رد شده و ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای رفع این مشکل از روش GLS استفاده خواهد شد. در الگوی دوم آماره آزمون LR بیش از ۰/۰۵ بوده، بنابراین فرض H_0 رد نمی‌شود، بنابراین همسانی وجود دارد.

جدول (۴) - نتایج آزمون LR

الگو	آماره محاسبه شده	احتمال	نتیجه
اول	۱۲/۰۸	۰/۰۰۰۵	عدم همسانی
دوم	۲/۹۱	۰/۰۸۷۹	همسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون والد جهت بررسی عدم معناداری کلی رگرسیون و همچنین معادله‌ای استفاده می‌شود. براساس آزمون والد در جدول (۵) الگوها معنادار است.

جدول (۵) - نتایج آزمون والد

الگو	آماره محاسبه شده	احتمال	نتیجه
اول	۱۷۳/۱۳	۰/۰۰۰	معناداری رگرسیون
دوم	۱۶۹/۲۶	۰/۰۰۰	معناداری رگرسیون

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های مورد نیاز الگوهای پژوهش در این قسمت الگوها مورد برآورد قرار می‌گیرند. در الگوهای (۲) و (۳) شاخص‌های رشد نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نوسان نرخ ارز، درجه باز بودن مالی و نوسان حجم معاملات، متغیرهایی هستند که به وسیله آن‌ها سعی می‌شود نحوه‌ی تأثیرگذاری توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام منتخبی از کشورهای D8 مورد بررسی قرار گیرد. نتایج تخمین این معادلات در جداول (۶) و (۷) آمده است.

جدول (۶) - نتایج برآورد الگوی (۲)

$$LSR_{it} = \beta_1 + \beta_2 LSMD_{1it} + \beta_3 LGDP_{git} + \beta_4 LEXV_{it} + \beta_5 LKA_OPEN_{it} + \beta_6 TURNV_{it} + \varepsilon_{ij}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CONS	۵/۴۳	۰/۹۱۱	۵/۹۶	۰/۰۰۰
LSMD _{1it}	-۰/۴۴	۰/۲۳	-۱/۸۹	۰/۰۵
LGDP _g	-۰/۲۳	۰/۱۴	-۱/۶۶	۰/۰۹
LEXV	-۱/۸۸	۰/۲۵	-۷/۳	۰/۰۰۰
LKA_OPEN	۰/۱۶	۰/۳۳	۰/۵۱	۰/۶۱
turn _v	۰/۸۵	۰/۲۸	۲/۹۸	۰/۰۰۳

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۷) - نتایج برآورد الگوی (۳)

$$LSR_{it} = \beta_1 + \beta_2 LSMD_{2it} + \beta_3 LGDP_{git} + \beta_4 LEXV_{it} + \beta_5 LKA_OPEN_{it} + \beta_6 TURN_{it} + \varepsilon_{ij}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
CONS	-۹/۲۰	۴/۴۶	-۲/۰۶	۰/۰۳۹
LSMD _{2it}	۲/۳۱	۰/۷۹	۲/۹۱	۰/۰۰۴
LGDP _g	-۰/۳۸	۰/۱۶	-۲/۴۰	۰/۰۱۶
LEXV	-۱/۳۹	۰/۲۹	-۴/۸۰	۰/۰۰۰
LKA_OPEN	۱/۳۴	۰/۴۲	۳/۱۸	۰/۰۰۱
turn _v	-۰/۲۱	۰/۲۹	-۰/۷۴	۰/۴۶۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، تقسیم ارزش شرکت‌های داخلی حاضر در بورس بر تولید ناخالص داخلی است که از شاخص‌های توسعه بازار سهام به حساب می‌آید. بر مبنای نتایج برآورد الگوی، شاخص رشد نسبت سرمایه‌ای شدن بازار اثرات منفی معنی‌دار بر ریسک بازار سهام می‌گذارد. افزایش یک درصدی در رشد نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، منجر به کاهش ۰/۴۴ درصد ریسک بازار سهام می‌شود. زمانی که سرمایه‌ای شدن بازار افزایش می‌یابد به این معناست که سهم ارزش بنگاه‌های داخلی از تولید ناخالص داخلی افزایش می‌یابد، بنابراین تأمین مالی

بنگاه‌ها تسهیل می‌شود و چون اطلاعات بنگاه‌ها در دسترس است، این موجب کاهش ریسک بازار سهام می‌شود. تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام دیگر شاخص استفاده شده برای توسعه بازار سهام در این پژوهش است. بر مبنای نتایج از برآورد الگو، اگر ریسک بازار سهام مجموع ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در نظر گرفته شود، به طوری که افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده احتمال خطر ریسک بازار سهام را افزایش می‌دهد. همچنین باید توجه داشت در حالتی که افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده با افزایش منابع مالی همراه نباشد نیز می‌تواند احتمال بروز ریسک بازار را افزایش دهد. بنابراین افزایش یک درصدی تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس منجر به افزایش ۲/۳۱ درصدی ریسک بازار سهام شده است. رشد تولید ناخالص داخلی از متغیرهای اقتصادی محاسبه شده در این پژوهش است که در الگوی اول معنی دار نیست و در الگوی دوم منجر به کاهش ۰/۳۸ درصدی ریسک بازار سهام شده است. افزایش تولید ناخالص داخلی و رشد نرخ آن نشان‌گر ایجاد شرایط رونق اقتصادی در یک کشور می‌باشد لذا در شرایطی که مجموعه بنگاه‌های اقتصادی در حال رشد و پویایی می‌باشند، بدیهی است بازار سهام آن‌ها نیز شرایط رو به رشد و کم ریسک را تجربه نماید. نوسان نرخ ارز از متغیرهای اقتصادی محاسبه شده در این پژوهش است که اثرات منفی و معنی داری بر ریسک بازار سهام داشته است. بازار سرمایه و سهام نیز همانند بازارها و کالاهای دیگر دارای بازارها و کالاهای جانشین و مکمل می‌باشد. در این میان افزایش نوسان در بازار ارز، این بازار را دارای جذابیت سفته‌بازی می‌نماید و با خروج سفته‌بازی از بازار سرمایه (جهت ورود به بازار ارز) ریسک این بازار کاهش می‌یابد. البته باید توجه داشت با توجه به این که بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه نیز تحت تأثیر نوسان‌های نرخ ارز (حسب میزان وابستگی وارداتی و صادراتی شرکت‌های پذیرفته شده) قرار دارد، شاهد یک اثر مستقیم نیز از تلاطم در بازار ارز در بازار سرمایه خواهد بود و قدر مطلق این تأثیرات را باید در نظر گرفت. به عبارت دیگر نوسان در نرخ ارز لزوماً منجر به کاهش ریسک بازار سرمایه نخواهد شد و نوسان‌های شدید نرخ ارز می‌تواند باعث ورشکستگی و کاهش بازدهی شرکت‌ها و افزایش ریسک در بازار سرمایه گردد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود براساس نتایج، افزایش نوسان نرخ ارز منجر به کاهش ریسک بازار سهام شده است.

درجه باز بودن مالی دیگر متغیر اقتصادی به کار رفته در این پژوهش است. همان‌طور که مشاهده

می‌شود در الگوی اول معنادار نیست و در الگوی دوم به صورت مثبت معنادار شده است. به این گونه که افزایش یک درصدی در درجه باز بودن مالی منجر به افزایش ۱/۳۴ درصدی ریسک بازار سهام شده است. از آنجا که درجه باز بودن مالی به معنای پتانسیل و قابلیت ورود و خروج منابع مالی در یک اقتصاد می‌باشد، هر چه درجه باز بودن مالی و امکان نقل و انتقال منابع مالی در بین بازارهای مختلف (در یک کشور و نیز سطح بین‌المللی) برای یک کشور افزایش یابد، بازار سهام آن کشور نیز ریسک بالاتری را تجربه می‌نماید زیرا در صورت بهبود شرایط بازدهی در یکی از بازارهای جانشین و یا مشابه، امکان جابه‌جایی منابع مالی فراهم بوده و لذا منابع مالی موجود در بازار سرمایه از کشور موصوف به سمت بازارهای رقیب حرکت می‌نمایند که این خود به معنای افزایش درجه ریسک و آسیب‌پذیری بازار سهام در کشور مورد نظر می‌باشد.

نوسان حجم معاملات سومین متغیر اقتصادی استفاده شده است که در الگوی اول به لحاظ آماری معنادار و به صورت مثبت تأثیرگذار بوده است در صورتی که در الگوی دوم به لحاظ آماری معنادار نیست. افزایش یک واحدی نوسان حجم معاملات در الگوی اول، منجر به افزایش (۰/۸۵) واحدی ریسک بازار سهام خواهد شد. افزایش حجم معاملات در بازار سرمایه نشانگر تغییر رویه سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری بلندمدت به سوی سرمایه‌گذاری احساسی، کوتاه مدت و نوسان‌گیری (سفته‌بازی) می‌باشد. در این شرایط مدیران شرکت‌ها قدرت برنامه ریزی بلندمدت را به دلیل عدم اطمینان از تأمین منابع مالی در آینده از دست می‌دهند و با از بین رفتن ثبات برنامه‌ریزی، ریسک بازار سهام افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر توسعه بازارهای مالی بر ریسک بازار سهام انجام شده است. در این پژوهش شاخص‌های توسعه بازار سهام، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نوسان نرخ ارز، نوسان حجم معاملات و آزادسازی مالی متغیرهای مستقلی هستند که تأثیر آن‌ها بر ریسک بازار سهام مورد بررسی قرار گرفت. بنابر نتایج حاصل از این پژوهش، بین توسعه بازارهای مالی و ریسک بازار سهام از جنبه‌های مختلف ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج اندازه‌گیری توسعه بازارهای مالی از طریق شاخص سرمایه‌ای شدن بازار نشان می‌دهد با ایجاد تنوع در

سرمایه گذاری، افزایش نقدشوندگی و توزیع عادلانه اطلاعات باعث کاهش ریسک سرمایه گذاران می شود و همچنین بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه گذاری می کنند که ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می شود زیرا زیان بعضی از سرمایه گذاری ها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه گذاری ها جبران می شود. بازارهای مالی هم چنین ریسک عدم نقدشوندگی را کاهش می دهد. نتایج اندازه گیری توسعه بازارهای مالی از طریق شاخص تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس، بیانگر این است که با افزایش تعداد شرکت های پذیرفته شده، ریسک بازار سهام را افزایش می یابد. به این صورت که اگر ریسک (ورشکستگی، کاهش بازدهی) بازار سهام را مجموع ریسک شرکت های پذیرفته شده در نظر گرفته شود، مسلماً افزایش تعداد شرکت های پذیرفته شده قدر مطلق عددی ریسک بازار سهام را افزایش می دهد.

نتایج بیانگر اثرگذاری مثبت باز بودن مالی بر ریسک بازار سهام است. درجه باز بودن مالی به معنای پتانسیل و قابلیت ورود و خروج منابع مالی در یک اقتصاد می باشد، هر چه درجه باز بودن مالی و امکان نقل و انتقال منابع مالی در بین بازارهای مختلف (در یک کشور و نیز سطح بین المللی) برای یک کشور افزایش یابد، بازار سهام آن کشور نیز ریسک بالاتری را تجربه می نماید. در این زمینه زیرساخت های اقتصادی نقش مهمی ایفا می کند، بنابراین اگر زیرساخت ها قبل از باز بودن مالی فراهم نشود و قوانین و مقررات لازم در این خصوص در نظر گرفته نشود، باز بودن مالی سبب افزایش ریسک می شود. براساس نتایج پژوهش نوسان نرخ ارز اثرگذاری معنادار و در جهت عکس بر ریسک داشته است. با افزایش نوسان در بازار ارز (در نقش یک بازار جانشین برای بازار سهام)، بر افزایش سفته بازی در بازار مذکور می افزاید و بخشی از منابع مربوط به فعالیت های سفته بازی در بازار سرمایه (جهت ورود به بازار ارز) از بازار مذکور به سوی بازار ارز منتقل می گردند که این فرآیند در مجموع باعث کاهش ریسک در بازار سهام می شود. براساس نتایج پژوهش نوسان حجم معاملات اثرگذاری معنادار و در جهت مستقیم بر ریسک داشته است. بنابراین این در بازار سرمایه نشانگر تغییر رویه سرمایه گذاران از سرمایه گذاری بلندمدت به سوی سرمایه گذاری احساسی، کوتاه مدت و نوسان گیری (سفته بازی) می باشد در این شرایط مدیران شرکت ها قدرت برنامه ریزی بلندمدت را به دلیل عدم اطمینان از تأمین منابع مالی در آینده از دست می دهند و با از بین رفتن ثبات برنامه ریزی ریسک بازار سهام

افزایش می‌یابد.

بر اساس نتایج پژوهش پیشنهادات زیر ارائه می‌شود: با گسترش رشد نسبت سرمایه‌ای شدن بازار، ریسک بازار سهام کاهش می‌یابد. پیشنهاد می‌شود، عمده سیاست توسعه بازار سهام بر توسعه بازار بدهی قرار گیرد و توسعه بازار از طریق توسعه بازار مشتقه محدود و به صورت کنترل شده انجام پذیرد. بدین ترتیب بازار سهام به سوی سرمایه‌ای شدن پیش‌رفته و ریسک آن نیز کاهش خواهد یافت. همچنین با توجه به تعریف سرمایه‌ای شدن بازار سهام (ارزش بازده شرکت‌های داخلی پذیرفته شده در بورس بر تولید ناخالص داخلی) پذیرش تعداد بیشتری از شرکت‌های داخلی، تأکید بر پذیرش شرکت‌های دارای بازدهی بالاتر و نیز تسریع در پذیرش شرکت‌های دارای سرمایه (سهام) بیشتر همگی از راهکارهای افزایش ضریب سرمایه‌ای شدن بازار و در نتیجه کاهش ریسک بازار سرمایه است.

- با افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام، ریسک بازار سهام افزایش می‌یابد. پیشنهاد می‌شود در پذیرش شرکت‌ها برای ورود به بازار بورس، بر بازده مالی شرکت‌ها در طی سال‌های قبل و توانایی مالی حاضر آن‌ها تأکید مضاعف صورت پذیرد، زیرا ورشکستگی یا کاهش بازدهی هر کدام از شرکت‌ها می‌تواند با ایجاد شرایط عدم اطمینان، ریسک بازار سهام را افزایش دهد.

- با افزایش باز بودن مالی، ریسک بازار سهام افزایش می‌یابد. علی‌رغم مطلوبیت ظاهری، تسهیل در جریان‌های مالی بین‌المللی به دلیل فراهم نمودن امکان جذب سرمایه‌های خارجی و افزایش تولید ناخالص داخلی و نیز افزایش تولید ناخالص ملی به دلیل بهره‌بردن از عایدات بیشتر حاصل از سرمایه‌گذاری در سایر کشورها، توصیه می‌گردد در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی به درجه وابستگی مالی و اقتصادی نیز توجه شود، به عبارت دیگر تسهیل در جریان‌های مالی بین‌المللی باید مبتنی بر زیرساخت‌های اقتصادی و اجتماعی صورت پذیرد، زیرا در صورتی که زیرساخت‌های اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در یک کشور جهت سرمایه‌گذاری فراهم نباشد با ایجاد شرایط تسهیل در جریان‌های مالی بین‌المللی امکان خروج سرمایه و منابع از کشور فراهم گردیده و در نتیجه ریسک ایجاد بحران در بازار سهام افزایش می‌یابد و به طریق مشابه در صورت فراهم بودن زیرساخت‌های لازم جهت سرمایه‌گذاری و توسعه، افزایش درجه باز بودن مالی با ورود منابع مالی، توسعه بازار سهام و کاهش ریسک بازار مذکور همراه خواهد شد.

- با افزایش نوسان نرخ ارز، ریسک بازار سهام کاهش می‌یابد. با توجه به تأثیر غیر قابل اجتناب نوسان‌های نرخ ارز بر بازار سهام پیشنهاد می‌گردد، نهادهای سیاست‌گذار در خصوص نرخ ارز ضمن ایجاد شرایط ثبات در بازار مزبور در هنگام اجرای سیاست‌های ارزی وضعیت بازار سهام را نیز مدنظر قرار دهند. بدیهی است در شرایطی که بازار سهام با بحران نقدینگی مواجه گردیده باشد، نوسان‌های نرخ ارز می‌تواند بیش از پیش باعث خروج نقدینگی از بازار سهام و در نتیجه گسترش دامنه بحران بازار مزبور گردد. همچنین از آنجا که ثبات نرخ ارز و اجرای سیاست کنترل نرخ ارز میزان ریسک و فشار بر بازار سرمایه را افزایش می‌دهد (با توجه به رابطه معکوس بین آن‌ها) پیشنهاد می‌گردد، با کاهش دخالت دولت و اتخاذ سیاست آزادسازی نرخ ارز، احتمال بروز بحران در بازار سهام را کاهش داده و اجازه داده شود ریسک و سفته‌بازی در بین دو بازار موصوف توزیع گردد.

منابع

- ابریشمی، حمید؛ مهرآرا، محسن و سید خشایار شکری. (۱۳۸۸). ادغام مالی و اثرات آن بر نوسانات اقتصادی در گروهی از کشورهای در حال توسعه صادرکننده نفت، **فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی**، ۲۳(۶)، صص ۱۳۵-۱۲۱.
- احسانی، محمدعلی، ایزدی، رضا و حسین کردتبار. (۱۳۹۳). بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی: مطالعه موردی در کشورهای D8. **فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی**. سال دوم. شماره ۶. صص ۱۲۲-۱۰۵.
- برومندفر، پرستو. (۱۳۸۷). جهانی شدن و بازارهای مالی. **ماهنامه تدبیر**. شماره ۱۹۳. خرداد.
- جهانگرد، اسفندیار و سارا علی‌عسگری. (۱۳۹۰). بررسی توسعه مالی بر کارایی سیاست پولی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه. **فصلنامه تحقیقات و مدل‌سازی اقتصادی**. شماره ۴. صص ۱۶۹-۱۴۷.
- ختایی، محمود. (۱۳۷۸). **گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی**. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. تهران. مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- دادگر، یدالله و روح‌الله نظری. (۱۳۹۲). ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران. **ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران**. تهران. گروه مالی و سرمایه‌گذاری مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
- شاکری، عباس و حسن خسروی. (۱۳۸۳). آزمون نظریه مکینون-شاو در اقتصاد ایران. **پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)**. شماره ۱۴. صص ۱۲۶-۱۰۹.

- شبانی، محمد. (۱۳۹۱). **بازارهای پولی و مالی بین المللی**. چاپ چهارم. تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها. نشر سمت.
- صادقی، سید کمال، باقرزاده آذر، فاطمه و سها موسوی. (۱۳۹۵). بررسی عوامل مؤثر بر ریسک بازار سهام با تأکید و جهانی شدن مالی در قالب رفتار پویای بازار سهام. **فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی**. سال چهارم. شماره اول. صص ۱۰۰-۸۷.
- طیبی، کمیل، حاجی کرمی، مرضیه و هما سریری. (۱۳۹۰). تحلیل مالی و تجاری بر روی توسعه مالی ایران و شرکای تجاری. **فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه**. ۱ (۴). صص ۴۹-۴۱.
- محرابی، لیلا. (۱۳۸۹). مدیریت ریسک در نظام بانکداری بدون ربا (تأکید بر ریسک اعتباری). **تازه‌های اقتصاد**. پژوهشکده پولی و بانکی. شماره ۱۳۰. دوره هشتم. صص ۷۷-۷۰.
- میرزائی، حسین، فلیحی، نعمت و محمدرضا مشهدی یان ملکی. (۱۳۹۱). تأثیر ناطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ ارز و تورم) بر روی ریسک اعتباری مشتریان حقوقی بانک تجارت، **فصلنامه علوم اقتصادی**، سال ششم، شماره هجدهم، صص ۱۱۳-۱۳۷.
- Chinn, M. D., and Ito, H (2012). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institution, and Interaction. **Journal of Development Economics**, 31(1): 123-192
- Esqueda, O. A. , Assefa, T. A., & Mollick, A. V. (2012). Financial Globalization and Stock Market Risk. **Journal of International Financial Markets. Institutions & Money**. 22, 87-102.
- Karacadage, C., Sundararajan, V and Elliott, J. (2003). Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing. **IMF Working Paper**.
- Karim, S. (2017). Effect of Stock Market Development on Economic Growth of Major South Asian and East Asian Economies: A Comparative Analysis. **Journal of Business Studies Quarterly**. Vol 8. No 3. ISSN 2152-1034.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1995). Credit cycles. **Journal of Political Economy**, 105(2), 211-248.
- Mckinnon, R. I. (1973). **Money and Capital in Economic Development**. Washington, DC. Brookings Institution.
- Rose, Peter. S. (1999). **Commercial Bank Management**, Edition: Mc Graw- Hill.
- Umutlu, M., Akdeniz, L., & Altay-Salih, A. (2010). The Degree of Financial Liberalization and Aggregated Stock-Return Volatility in Emerging Markets. **Journal of Banking & Finance**. 34, 509-521
- Vithessonthi, C. (2014). The Effect of Financial Markets Development on Bank Risk: Evidence From Southeast Asian Countries. **International Review of Financial Analysis** (35). 249-260.
- Vithessonthi, C., Tongurai, J. (2015). Financial Markets Development, Business Cycles, Bank risk in South America. **International Business and Finance**, (36). 427-484.