

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانشیز و لابی

سید محسن واقفی اسفیدانی*

زهرا امیرحسینی**

چکیده

اصل ثابتی در فرهنگ سرمایه‌گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه‌گذار از ریسک و خطر گریزان است و به‌سوی بازده و سود تمایل دارد. در نتیجه بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر ریسک اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. لذا هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سرمایه و ارزش فرانشیز و لابی بر ریسک می‌باشد. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و به لحاظ روش، توصیفی از نوع همبستگی و از جمله تحقیقات پس‌رویدادی می‌باشد. جامعه آماری تحقیق بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۵ است که طی شرایطی هفت بانک به‌عنوان نمونه آماری انتخاب و مورد بررسی قرار گرفت. پس از گردآوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای و جمع‌آوری داده‌ها از صورت‌های مالی بانک و سایت بورس تهران، داده‌های پژوهش با استفاده از روش تابلویی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاکی از این است که ارزش فرانشیز تأثیر مثبت و متغیر لابی تأثیر منفی و معنادار بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها دارند ولی نسبت سرمایه‌بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیری ندارد.

واژه‌های کلیدی: ارزش فرانشیز، لابی، ریسک، سرمایه.

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Email: vaghefee@gmail.com

** دانشجویار گروه مدیریت، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول).

Email: z.amirhosseini@qodsiau.ac.ir

۱. مقدمه

دنیای کسب و کار و صنعت با تحولات و دگرگونی‌های متعددی همچون جهانی شدن، برون سپاری‌ها و ایجاد ائتلاف استراتژیک مواجه است. مدیریت ریسک در فعالیت سازمان‌ها اعم از تجاری و غیرانتفاعی اهمیت روزافزونی یافته است. ریسک که به معنای احتمال عدم تحقق مورد انتظار است، تعیین‌کننده سوددهی و بازدهی شرکت‌ها است. به‌طور کل اصل ثابتی در فرهنگ سرمایه‌گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه‌گذار از ریسک و خطر گریزان است و به‌سوی بازده و سود تمایل دارد. به همین خاطر است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از ورود سرمایه خود به‌جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه‌شان هست، امتناع می‌کنند؛ اما آیا می‌توان جایی را پیدا کرد که سرمایه‌گذاری در آن ریسک نداشته باشد؟ ریسک و خطر از دست دادن اصل و فرع سرمایه در همه‌جا هست، بعضی سرمایه‌گذاری‌ها پرخطرند و برخی کم‌خطر. سرمایه‌گذار با توجه به میزان خطر و ریسک سرمایه‌گذاری، انتظار سود و بازده متناسب را دارا می‌باشد. ریسک در هر حیطة‌ای قابلیت مطرح شدن دارد که یکی از این حیطة‌ها بورس و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است و بانک‌های سهامی به علت اهمیت به‌سزایی که در نظام اقتصادی دارند در این زمینه موردتوجه خاص قرار می‌گیرند. دلایل وجود ریسک در بورس را با نوع کارکرد آن می‌توان توجیه کرد، چراکه از یک سو بخشی از سرمایه‌های مردم در بورس اوراق بهادار جمع شده و از سوی دیگر کارگزاران بورس با استفاده از این سرمایه‌ها اقدام به انجام فعالیت‌های اقتصادی می‌کنند؛ بنابراین بررسی عوامل مؤثر بر ریسک حائز اهمیت است. در این میان، تأثیر لابی، ارزش فرانشیز و سرمایه‌بر ریسک در بانک‌های فعال در بورس تهران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. چراکه سرمایه‌بانک‌ها، مرکز توجه نظارت در مقررات حسابداری است زیرا فرض بر این است که سرمایه به‌عنوان یک بافر (حائل یا ضربه‌گیر) مالی بین زیان‌ها و خسارات و ریسک سهام‌داران است و باعث کاهش ریسک می‌شود (کیلی، ۱۹۹۰). در مجموع، این بافر می‌تواند تا حدی عایق بین سیستم ریسک بانک‌ها و شوک‌های سیستماتیک باشد (دستینگن و همکاران، ۲۰۱۳).

از طرف دیگر، مؤسسات از لابی و ارتباطات سیاسی برای نفوذ در سیاست جهت به دست آوردن شرایط مطلوب نظارتی و سایر منافع اقتصادی استفاده می‌کنند (بلاو و دیگران، ۲۰۱۳). منافع اقتصادی ناشی از لابی نه‌تنها ممکن است باعث افزایش عملکرد مالی بانک‌ها شود بلکه ممکن است شامل اثرات جانبی مثبت بر مؤسسات و به‌طور کلی اقتصاد به دلیل افزایش سوددهی و ثبات اقتصادی مؤسسات شود (کوپر و همکاران، ۲۰۱۰). در تحقیق حاضر منظور از لابی، کمک‌های مالی سیاسی می‌باشد.

علاوه بر این موارد ارزش فرانشیز نیز به‌طور گسترده به‌عنوان ارزش حق رأی یا قدرت نفوذ یک بانک می‌باشد که توجه به آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. دو دیدگاه مختلف با توجه به رابطه بین ارزش فرانشیز و ریسک خرید سهام بانک وجود دارد. اولین دیدگاه این است که این رابطه منفی است زیرا بانک‌های بزرگ‌تر قدرت بیشتری در بازار دارند و ارزش سهامشان در معرض خطر کمتری است (کیلی، ۱۹۹۰). نقطه مقابل این دیدگاه نیز بیان می‌کند که ارزش فرانشیز بالا باعث افزایش ریسک سهام بانک می‌شود زیرا بانک‌های بزرگ با قدرت بیشتر در بازار، ریسک بیشتری دارند و در نتیجه ریسک سوددهی این بانک‌ها افزایش می‌یابد (ساندرز و ویلسون، ۲۰۰۱). در تحقیق حاضر ارزش فرانشیز برابر است با مجموع ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش بدهی‌های دفتری تقسیم‌بر کل دارایی‌ها. لذا سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که ارزش فرانشیز و میزان لابی و نسبت سرمایه چه میزان بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد.

1. Keeley, 1990.
2. Distinguin & et al, 2013.
3. Blau & et al, 2013.
4. Cooper et al, 2010.
5. Saunders, & Wilson, 2001.

۲. مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاری‌ها به دو شکل عمده واقعی و مالی تقسیم می‌شوند. سرمایه‌گذاری‌های واقعی، نوعی سرمایه‌گذاری است که فرد با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی به دست می‌آورد. خرید ملک یا آپارتمان نمونه‌ای از این سرمایه‌گذاری است. در سرمایه‌گذاری مالی، فرد درازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می‌آورد (عبداله زاده، ۱۳۸۱). در اقتصادهای سنتی اکثر سرمایه‌گذاری‌ها از نوع واقعی بوده‌اند، اما در اقتصاد پیشرفته عمده سرمایه‌گذاری‌ها بر روی دارایی‌های متمرکز صورت می‌گیرد و توسعه مؤسسات سرمایه‌گذاری مالی راه را برای سرمایه‌گذاری واقعی امکان‌پذیرتر می‌کند. در واقع این دو شکل سرمایه‌گذاری نه تنها در مقابل یکدیگر نیستند، بلکه مکمل هم نیز می‌باشند (هاگن^۱، ۱۹۹۰). در این تحقیق به‌طور معمول منظور از سرمایه‌گذاری، شکل مالی آن است.

در اقتصاد و بخصوص در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند. سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاقه‌ای ندارند، به عبارت دقیق‌تر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند؛ اما در واقع، سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند. از طرف دیگر تحقیقات انجام‌شده حاکی از آن است که افراد در تصمیم‌گیری‌های خود تحت شرایط ریسک، به‌هیچ‌وجه به صورت منطقی و عقلایی عمل نمی‌کنند (پیر صالحی، ۱۳۷۲). لذا شناسایی عوامل مؤثر بر ریسک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که تحقیقات زیادی در این راستا صورت گرفته است و در تحقیق حاضر نقش لابی، ارزش‌فرانشیز و سرمایه‌بر ریسک موردنظر است.

فرانشیز یک شبکه ارتباطی بین کسب‌وکارهای مستقل کوچک می‌باشد که به هر یک از این کسب‌وکارهای کوچک اجازه می‌دهد که تحت یک نام تجاری مشترک و یک هویت فعالیت کنند و همگی از یک متد موفق (که قبلاً آزمایش شده) و بازاریابی مشترک استفاده کنند. در عمل فرانشیز دقیقاً یک استراتژی کسب‌وکار است برای جذب و نگهداری مشتری، نه بیشتر نه کمتر! یک سیستم بازاریابی است که هدف آن ایجاد یک تصویر درباره محصولات و یا خدمات یک شرکت در ذهن مشتری می‌باشد، در حقیقت یک روش است برای تعریف محصولات و یا خدمات به‌طوری که نیازهای مشتری را ارضا کند. (گریگوری و هامبوش^۲، ۲۰۱۵)

در یک تعریف کلی، گروه‌های ذی‌نفوذ لابی به آن دسته از گروه‌هایی گفته می‌شود که برای تأثیرگذاری بر روند تصمیم‌گیری‌های سیاسی - اجتماعی و تأمین منافع خاص خود عمل می‌کنند. در برخی کشورها لابیست‌ها عمدتاً دارای دو گروه اقتصادی و اجتماعی هستند. البته فعالیت بسیاری از گروه‌های ذی‌نفوذ تنها به یک موضوع خاص محدود نمی‌شود و ابعاد مختلفی را در برمی‌گیرد. به‌عنوان مثال، یک گروه علاوه بر مسائل اقتصادی موضوعات محیط زیستی را نیز پیگیری می‌کند و یا اینکه هم‌زمان خواهان برابری اقتصادی نیز است. گروه‌های ذی‌نفوذ اقتصادی خود به چند دسته کوچک‌تر تقسیم می‌شوند، اما همگی آنان منافع خاص اقتصادی نظیر افزایش حقوق، بهبود شرایط کار، ارتقاء سطح اشتغال و توسعه خدمات اقتصادی را دنبال می‌کنند. در این بخش، حتی کارخانجات، شرکت‌ها و مؤسسات اقتصادی نیز به‌مثابه گروه‌های فشار عمل می‌نمایند و با پرداخت پول‌های کلان به سیاستمداران و یا رسانه‌های گروهی، منافع اقتصادی خود را دنبال می‌کنند. شرکت‌ها از لابی و ارتباطات سیاسی برای نفوذ در سیاست جهت به دست آوردن شرایط مطلوب نظارتی و سایر منافع اقتصادی استفاده می‌کنند (بلاو و دیگران، ۲۰۱۳). منافع اقتصادی ناشی از لابی نه تنها ممکن است باعث افزایش عملکرد مالی بانک‌ها شود (کوپر و همکاران، ۲۰۱۰)؛ بلکه ممکن است شامل اثرات جانبی مثبت بر صنعت بانکداری و

1. Haugen, 1990.

2. Gregory & Hambusch, 2015.

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانشیز و لابی -----

به طور کلی اقتصاد به دلیل افزایش سوددهی و ثبات اقتصادی در بخش بانکی شود. در این تحقیق منظور از لابی، کمک‌های مالی سیاسی می‌باشد.

سرمایه از مهم‌ترین عوامل تجارت بوده و بزرگ‌ترین وسیله جلب منفعت است. هر شرکت باید دارای سرمایه باشد تا بتواند نتیجه‌ای از عملیات خود که تجارت است برده و منتفع شود. اهمیت شرکت‌های تجاری را از سرمایه آن‌ها می‌توان درک کرد. سرمایه شرکت سهامی عبارت است از جمع قیمت اسمی سهام آن شرکت؛ بنابراین سرمایه به سهام متساوی قسمت شده و هر یک از شرکا یک یا چند سهم آن را خواهند داشت (مدرس سبزواری و عبدالله زاده، ۱۳۷۸).

۳. پیشینه پژوهش

دانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر بدهی کوتاه‌مدت بر احتمال کاهش قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های با نسبت بالای بدهی کوتاه‌مدت تمایل کمتری به کاهش شدید قیمت سهام دارند. به بیان دیگر آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که بدهی کوتاه‌مدت یک نقش کنترلی بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در جهت مخفی نمودن اخبار بد ایفا می‌کند.

گریگوری و هامبوش (۲۰۱۵) در مقاله‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک بانکی برای صنعت بانکداری امریکا طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۱۳ پرداختند. آن‌ها برای این برآورد از مدل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) استفاده کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که در سال‌های بعد از بحران (۲۰۰۸-۲۰۱۳) نسبت سرمایه با ریسک بانکی رابطه منفی دارد. همچنین ارزش فرانشیز با ریسک بانکی در سال‌های قبل از بحران (۲۰۰۴-۲۰۰۷) رابطه مثبت و پس از بحران رابطه منفی دارد. همچنین لابی باعث افزایش ریسک بانکی در سال‌های بحران و پس‌از آن شده است.

بلاو و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی اهمیت لابی و مشارکت‌ها برای سودآوری بانک‌ها را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند مشارکت سیاسی به مدت طولانی جهت یک سرمایه‌گذاری سودآور برای شرکت‌هایی که به دنبال شرایط مطلوب نظارتی و یا پشتیبانی در مواقع پریشانی اقتصادی هستند مناسب است؛ اما سؤال اصلی آن‌ها این بود که انواع مختلف مشارکت سیاسی برای زمان‌بندی و شدت حمایت سیاسی چه اندازه مهم هستند؟ آن‌ها برای پاسخ به این سؤال به مخارج لابی و ارتباطات سیاسی بانک‌هایی که دریافت‌کننده بسته حمایتی از سوی دولت تا سال ۲۰۰۸ بودند، نگاه جامع‌تری کردند و دریافتند که شرکت‌هایی که لابی یا تابه‌حال انواع دیگری از ارتباطات سیاسی را انجام ندادند نه تنها احتمال بیشتری برای دریافت بسته حمایتی دارند، بلکه آن‌ها مقدار بیشتری از پشتیبانی دولت را نسبت به شرکت‌هایی که لابی سیاسی و یا ارتباط مستقیم سیاسی نداشتند، دریافت می‌کنند.

لی و هسی (۲۰۱۳) پژوهشی با موضوع تأثیر سرمایه بانکی بر سودآوری و ریسک در بانکداری آسیایی انجام دادند. از این پژوهش سه نتیجه‌گیری حاصل می‌گردد: اولاً بانک‌های سرمایه‌گذاری کمترین اثر مثبت سرمایه‌بر روی سودآوری دارند، درحالی‌که بانک‌های تجاری دارای بیشترین اثر سرمایه‌ای منفی بر روی ریسک دارند. ثانیاً، بانک‌ها در کشورهای دارای درآمد پایین اثر سرمایه‌ای بیشتری بر روی سودآوری دارند، بانک‌ها در کشورهای با درآمد کمتر از متوسط دارای بالاترین اثر سرمایه‌ای منفی بر روی ریسک دارند درحالی‌که بانک‌ها در کشورهای با درآمد بالا دارای کمترین مقادیر می‌باشند. ثالثاً، بانک‌ها در کشورهای آسیای میانه دارای بالاترین اثر سرمایه‌ای مثبت بر روی سودآوری می‌باشند. بانک‌های آسیای شرق دور و آسیای مرکزی دارای بیشترین اثر سرمایه‌ای منفی بر روی ریسک می‌باشند درحالی‌که کمترین مقدار در بانک‌های کشورهای آسیای میانه اتفاق می‌افتد. در نهایت نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تداوم سود عمدتاً تحت تأثیر متغیرهای سودآور مختلف می‌باشد و تمامی متغیرهای خطرپذیری تداوم از یک سال به سال بعد را نشان می‌دهند.

فروغی و ساکیانی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با موضوع تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیان داشتند یکی از عواملی که منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود اقدامات مدیران در راستای نگهداشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت است. از جمله عواملی که می‌تواند مانع از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران گردد سررسید بدهی است. سررسید بدهی باعث خواهد شد تا اعتباردهندگان به منظور تجدید قرارداد بدهی خواستار اطلاعات بیشتری پیرامون وضعیت شرکت

باشند که این وضعیت مانع از انباشت اخبار بد توسط مدیران می‌گردد و در نهایت از کاهش شدید قیمت سهام جلوگیری می‌گردد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأثیر منفی دارد. به بیان دیگر با کوتاه‌تر شدن سررسید بدهی احتمال ریسک سقوط قیمت سهام نیز کاهش پیدا می‌کند.

ابراهیمی و رنگریز (۱۳۹۴) مقاله‌ای با موضوع تأثیر سرمایه‌بر سودآوری و ریسک در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این پژوهش، برای ارزیابی سودآوری از دو شاخص بازده کل دارایی و بازده سرمایه و برای ارزیابی ریسک از نو سانات بازده کل دارایی و نو سانات بازده سرمایه استفاده شده است. نتایج به دست آمده دلالت بر این داشتند که در صورتی که سرمایه بانک افزایش پیدا کند، سودآوری بانک افزایش می‌یابد ولی افزایش سرمایه بانک نمی‌تواند به طور کامل ریسک بانک را کاهش دهد.

احمدی و همکاران (۱۳۹۲) مقاله‌ای با موضوع بررسی عوامل مؤثر بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران واحدهای تولیدی در استان مازندران انجام دادند. جامعه آماری این پژوهش مدیران واحدهای تولیدی استان مازندران و نمونه آماری ۱۱۰ نفر از آن‌ها هستند که پرسشنامه ۶۱ سؤالی در میان آن‌ها توزیع گردید. عوامل مؤثر بر ریسک در این تحقیق، تربیتی - روانی، اقتصادی، فرهنگی، اجتماعی، سیاسی، مدیریتی و اداری به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند که نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد میان این عوامل و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران واحدهای تولیدی رابطه مثبت، مستقیم و معناداری وجود دارد که بیشترین آن با عوامل اقتصادی و کمترین آن با عوامل فرهنگی بوده است. همچنین مشخص شد ۸۳٫۷٪ افراد از ریسک‌پذیری پائینی برخوردار هستند.

ابزری و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با موضوع بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی و ارائه مدل ترکیبی از این عوامل پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که عوامل کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی، عوامل خرد اقتصادی بر ریسک غیر سیستماتیک سرمایه‌گذاری در محصولات مالی و عوامل غیراقتصادی بر ریسک کلی سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تأثیرگذار است. از طرف دیگر از بین عوامل غیراقتصادی ادراک ریسک با تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری دارای همبستگی منفی، نرخ بازده تاریخی با تمایل به ریسک دارای همبستگی مثبت، ادراک ریسک با نرخ بازده مورد انتظار دارای همبستگی منفی، اطلاعات عملکرد گذشته با نرخ بازده مورد انتظار دارای همبستگی مثبت بوده و می‌تواند مورد مصرف تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و مؤسسات مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی قرار گیرد.

تاجمیر ریاحی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با موضوع بررسی رابطه شاخص‌های حسابداری مدیریت ریسک و بازده سهام در بانک‌ها به بررسی و ارزیابی توانایی مدیریت ریسک بانک‌ها و حساسیت سهام بانک‌ها به مدیریت ریسک به وسیله اطلاعات صورت‌های مالی بانک‌ها پرداخت. در مقاله وی نسبت‌های مالی با توجه به ادبیات مالی به عنوان متغیرهای مدیریت ریسک تفسیر شده است و به وسیله روش‌های داده‌کاوی آماری متغیرهای مدیریت ریسک خلاصه شده است که به طور کلی شاخص‌های مدیریت ریسک بهبود یافته‌اند و نتایج آماری نشان‌دهنده حساسیت بازده سهام به مدیریت ریسک می‌باشد. نتایج بیانگر این واقعیت است که بانک‌ها برای افزایش ثروت سهامداران باید به مدیریت ریسک خود توجه داشته باشند.

خلیلی عراقی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان برآورد ریسک بازار صنایع بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل ارزش در معرض خطر (VAR) با در نظر گرفتن دوره زمانی یک‌روزه و سطح اطمینان ۹۹ درصد به پیش‌بینی نو سانات بازده از روش میانگین متحرک موزون نمایی پرداخت و از میان روش‌شناسی‌های ارزش در معرض خطر، روش شبیه‌سازی مونت کارلو بکار گرفت و در نهایت از آزمون کوپیک برای پیش‌آزمون مدل استفاده نمود.

یزدان پناه و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک نقدینگی بانک‌ها با مطالعه موردی بانک ملت پرداختند. در این پژوهش دو گروه از متغیرها مطرح هستند. متغیرهای دسته اول به عنوان آثار ریسک می‌باشند که عبارت‌اند از متغیرهای هزینه‌های تأمین مالی، بدهی به بانک مرکزی، بدهی به سایر بانک‌ها و مؤسسات مالی و تغییرات حجم اوراق

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانشیز و لابی

مشارکت و اوراق قرضه تحت مالکیت بانک و دسته دوم متغیرهای مستقل که همان عوامل ریسک می‌باشند عبارت‌اند از حجم سرمایه‌گذاری، خالص جریان وجوه، کل سپرده‌ها، سپرده فرار، رشد تسهیلات پرداختی، رشد حجم سرمایه‌گذاری، شکاف دارایی و بدهی، سپرده بلندمدت و سپرده دیداری. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و بیان متغیرهای مستقل و وابسته و آزمون فرضیه‌های تحقیق و تصمیم‌گیری در مورد فرضیه‌های تحقیق از آمار استنباطی و فنون معادله یابی ساختاری استفاده شده است. یافته‌های تحقیق که در طی فاصله زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ در بانک ملت صورت گرفته عبارت‌اند از متغیرهای کل سپرده‌ها، سپرده فرار و رشد تسهیلات پرداختی به صورت معنادار بر ریسک نقدینگی تأثیر می‌گذارند و تأثیر کل سپرده‌ها بر ریسک نقدینگی معکوس و معنادار است و تأثیر سپرده‌های فرار و رشد تسهیلات پرداختی با ریسک نقدینگی مستقیم و معنادار است و بیشترین تأثیر از علل ریسک به ترتیب به سپرده فرار، کل سپرده‌ها و رشد تسهیلات پرداختی اختصاص دارد و همچنین ریسک نقدینگی در این بانک به صورت معنادار از متغیرهای نشانگر بدهی به بانک مرکزی، بدهی به سایر بانک‌ها، هزینه تأمین مالی و حجم اوراق مشارکت قابل اندازه‌گیری است و این متغیرها با ریسک رابطه مستقیم و معنادار دارند و بیشترین تأثیر از عوامل ریسک به ترتیب بدهی به بانک مرکزی، بدهی به سایر بانک‌ها، هزینه تأمین مالی و حجم اوراق مشارکت اختصاص دارد.

۴. سؤال‌های پژوهش

- ۱) آیا ارزش فرانشیز بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد؟
- ۲) آیا میزان لابی بانک‌ها بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد؟
- ۳) آیا نسبت سرمایه به دارایی بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد؟

۵. فرضیه‌های پژوهش

- ۴) ارزش فرانشیز بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد.
- ۵) میزان لابی بانک‌ها بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد.
- ۶) نسبت سرمایه به دارایی بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها تأثیر دارد.

۶. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از لحاظ نوع کار، تحقیقاتی و از نظر هدف، پژوهشی کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها استفاده می‌گردد و در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی، توصیفی از نوع همبستگی است که به روش پس رویدادی عمل گردید.

۶-۱. روش و ابزار جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌کنیم، روش مطالعات نظری و کتابخانه‌ای، عمده‌تاً برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه تحقیق، مطالعات و دیدگاه‌هایی که راجع به موضوع مورد تحقیق وجود داشته و نیز برای ایجاد چارچوبی مناسب جهت بررسی موضوع، انتخاب می‌شود. لذا با مراجعه به منابع کتابخانه‌ای شامل کتاب‌ها، مقاله‌ها، پایان‌نامه‌های تحصیلی و رساله‌های پژوهشی مرتبط و جستجو در پایگاه‌های الکترونیکی، اطلاعات بخش تئوریک و ادبیات موضوع مورد مطالعه و بررسی قرار گرفت. همچنین به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های همراه آن با مراجعه به سایت کدال^۱ و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است و جهت نتیجه‌گیری مورد مطالعه، بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

1. WWW.CODAL.IR

۲-۶ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی انجام می‌شود در بخش آمار توصیفی از شاخص‌های مرکزی میانگین و میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار استفاده خواهد شد؛ و در بخش آمار استنباطی از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. انگیزه اصلی در ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی، فراهم کردن استنباط و پیش‌بینی کارا تر می‌باشد. برای تحلیل داده‌های ترکیبی دو روش وجود دارد. بدین گونه که یا می‌بایست داده‌های شرکت‌های مختلف طی فصول مختلف همگن در نظر گرفته شوند که در این حالت داده‌ها باهم تلفیق می‌شوند یا این که داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار گیرند. برای تعیین نوع روش به کارگیری داده‌های ترکیبی، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر نتیجه آزمون F لیمر نشان دهد که ضرایب اثر مقطعی و اثر زمانی معنی‌دار نیست می‌توان تمام داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک، تخمین پارامترها را انجام داد. در غیر این صورت، داده‌ها را باید به صورت تابلویی در نظر گرفت. برای تعیین نوع مدل داده‌های ترکیبی (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. بدین صورت که اگر بین جزء خطا و متغیر مستقل همبستگی وجود نداشته باشد، مدل اثرات تصادفی مناسب است در صورتی که بین آن دو همبستگی وجود داشته باشد، مدل اثرات ثابت مناسب به نظر می‌رسد. برای تعیین معنادار بودن مدل رگرسیون و پارامترهای حاصل از تخمین مدل رگرسیون، به ترتیب از آماره‌های F و T استفاده می‌شود. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، از نرم‌افزارهای Excel و Eviews8 استفاده می‌گردد.

۳-۶ روش نمونه‌گیری و جامعه آماری

جامعه آماری عبارت است از مجموعه کامل اندازه‌ها ممکن یا اطلاعات ثبت شده از یک صفت کیفی، در مورد گردآوری کامل واحدها که می‌خواهیم استنباط‌هایی راجع به آن‌ها انجام دهیم. جامعه آماج تحقیق است و منظور از عمل گردآوری داده‌ها، استخراج درباره جامعه می‌باشد یا به عبارت ساده‌تر جامعه مجموعه از افراد، اشیاء است که دارای ویژگی مشترکی می‌باشند. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه بانک‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از این میان بانک‌هایی که در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ در بازار اول بورس پذیرفته شده و فعال بوده‌اند انتخاب گردید که با توجه به شرط مذکور تعداد ۷ بانک (اقتصاد نوین، پارسیان، سینا، کارآفرین، تجارت، صادرات و ملت) انتخاب شدند.

۴-۶ مدل آماری پژوهش

پژوهشگر در تحقیق خود به دنبال شناسایی متغیرها و چگونگی رابطه آن‌ها با یکدیگر است. محقق بر اساس بررسی‌های اولیه و نیز مطالعه ادبیات تحقیق اقدام به تعیین متغیرهای مورد مطالعه کرده، آن‌ها را فهرست می‌نماید و در قالب یک مدل تجزیه‌ای و تفکیکی تدوین می‌کند تا بدین وسیله چهارچوب نظری انجام تحقیق خود را طراحی نماید، این مدل‌ها منعکس کننده هدف تحقیق بوده، مبین موضوعات، زوایا و ابعادی از مسئله هستند که باید مورد مطالعه قرار گیرد (حافظ نیا، ۱۳۹۲، ۱۲۲). در این تحقیق برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل گریگوری و هامبوش (۲۰۱۵) استفاده می‌نماییم.

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{i,t} + \beta_2 FV_{i,t} + \beta_3 LOBBY_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 OPLEV_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

۱-۴-۶ متغیر وابسته:

متغیر مستقل متغیری است که از طریق آن متغیر وابسته تبیین و پیش‌بینی می‌شود، این متغیر توسط پژوهشگر اندازه‌گیری، دست‌کاری یا انتخاب می‌شود تا تأثیر رابطه آن با متغیر دیگر اندازه‌گیری شود. در واقع متغیر مستقل به گونه‌ای مثبت یا منفی بر متغیر وابسته اثر می‌گذارد یعنی هرگونه افزایش یا کاهش در متغیر مستقل می‌تواند موجب افزایش یا کاهش در متغیر وابسته شود، پس دلیل تغییر در متغیر وابسته را باید در متغیر مستقل جست‌وجو کرد. در یک تحقیق غیرآزمایشی متغیر مستقل به وسیله محقق دست‌کاری نمی‌شود ولی متغیری است که از پیش وجود دارد و فرض شده است که بر متغیر وابسته اثر دارد. در این تحقیق متغیر وابسته عبارت است از:

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانشیز و لابی

Risk: ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک I در زمان T

متغیر ریسک در ترازنامه بانکها وجود ندارد. برای محاسبه این متغیر و ورود به مدل می‌توان از معیار ارزش در معرض خطر^۱ استفاده کرد که میزان ریسک سرمایه‌گذاری در سهام هر بانک را برای هر دوره نشان می‌دهد. میزان VaR از طریق زیر قابل محاسبه است (گریگوری و هامبوش، ۲۰۱۵):

$$VaR_t = (z_t * \sigma_t) - Mean$$

که مقدار z_t برای احتمال‌های مختلف متفاوت است؛ σ_t جذر واریانس محاسبه‌شده هر دوره زمانی است؛ و Mean میانگین سری زمانی مربوطه است که برای هر یک از بانکها بایستی این مدل محاسبه گردد. نحوه محاسبه ارزش در معرض خطر برای نمونه‌ها بدین شرح است که ابتدا میانگین و انحراف معیار داده‌های هر بانک تا زمان t (که در این تحقیق t از ۸۵ تا ۹۴ است) محاسبه می‌شود. به‌عنوان نمونه برای سال ۹۴، میانگین و انحراف معیار قیمت سهام بانک از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ محاسبه می‌شود و سپس انحراف معیار قیمت سهام در مقدار آماره سطح احتمال (در این تحقیق احتمال ۰.۹۵) که ۱.۶۵ در نظر گرفته می‌شود ضرب و مقدار میانگین کسر می‌گردد و مقدار حاصله نشان‌دهنده درصد ریسک کاهش قیمت سهام است. مقدار حاصله را می‌توان در مقدار سرمایه شخصی ضرب کرد و در نهایت میزان سرمایه در معرض ریسک را استخراج کرد. مقدار ارزش در معرض ریسک برای سال‌های ۸۵ تا ۹۴ و برای کل نمونه محاسبه و در مدل تحقیق جایگزین می‌گردد.

۶-۴-۲. متغیرهای مستقل:

متغیر مستقل متغیری است که از طریق آن متغیر وابسته تبیین و پیش‌بینی می‌شود، این متغیر توسط پژوهشگر اندازه‌گیری، دست‌کاری یا انتخاب می‌شود تا تأثیر رابطه آن با متغیر دیگر اندازه‌گیری شود. در واقع متغیر مستقل به‌گونه‌ای مثبت یا منفی بر متغیر وابسته اثر می‌گذارد یعنی هرگونه افزایش یا کاهش در متغیر مستقل می‌تواند موجب افزایش یا کاهش در متغیر وابسته شود، پس دلیل تغییر در متغیر وابسته را باید در متغیر مستقل جست‌وجو کرد. در یک تحقیق غیرآزمایشی متغیر مستقل به‌وسیله محقق دست‌کاری نمی‌شود ولی متغیری است که از پیش وجود دارد و فرض شده است که بر متغیر وابسته اثر دارد. در این تحقیق متغیرهای مستقل عبارت‌اند از:

CAR: نسبت سرمایه به دارایی

FV: ارزش فرانشیز که برابر نسبت مجموع ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام و ارزش بدهی‌های دفتری به کل دارایی‌ها است.

LOBBY: لابی در این مدل به معنای کمک‌های مالی سیاسی به دولت است و یک متغیر دامی (مجازی) است که اگر بانک در سال t لابی کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

۶-۴-۳. متغیرهای کنترلی:

متغیری است که تحت کنترل محقق نیست و قابلیت تعمیم‌پذیری یافته‌های پژوهش را کاهش می‌دهد. این متغیر نوعی ویژگی یا بعد زمانی دارد یعنی از زمانی که متغیر مستقل به جریان می‌افتد تا بر متغیر وابسته اثر کند و تا زمان این تأثیرگذاری ظاهر می‌شود. این متغیر به‌عنوان تابعی از متغیرهای مستقل است و به استنباط و توصیف نفوذ متغیرهای مستقل بر وابسته کمک می‌کند. در این تحقیق متغیرهای کنترلی ما عبارت‌اند از:

SIZE: اندازه بانک (لگاریتم دارایی‌های کل بانک)

OPLEV: اهرم عملیاتی (نسبت ارزش دارایی‌های ثابت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها) متغیرهای کنترلی هستند.

ε: نیز تأثیر سایر متغیرها بر مدل می‌باشد.

1. Value at Risk

۷. یافته‌های پژوهش

۷-۱. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

توزیع غیر نرمال متغیر وابسته منجر به تخطی از مفروضات رگرسیون برای تخمین پارامترها می‌شود، لذا لازم است نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه این موضوع از طریق آزمون جارکیو برا بررسی می‌شود. در این آزمون اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از $0/05$ باشد نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می‌شود. جدول خروجی آزمون جارکیو برا در نرم‌افزار EViews8 برای این متغیر به شرح جدول (۱) است:

جدول (۱) آزمون جارکیو برا

متغیرها	آماره آزمون	سطح احتمال	نتیجه
ریسک	۸۷/۹۷	۰/۰۵۱	نرمال

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری به‌دست‌آمده برای ریسک بیشتر از $0/05$ است بنابراین توزیع این متغیر نرمال می‌باشد.

۷-۲. آزمون مانایی

مانایی یا نا مانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، نا مانا باشند درعین حالی که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به‌دست‌آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد بنابراین استفاده از داده‌های نا مانا می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود. آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر این صورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کوواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به‌طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کوواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیر مانا است و در غیر این صورت متغیر، نا مانا خواهد بود. مانایی متغیرها در سه حالت در سطح، روی تفاضل اول و روی تفاضل دوم می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آن‌ها در سطح کمتر از 5% باشد آن متغیر در سطح ماناست در صورتی که بیشتر از 5% باشد، نا مانا است.

جدول (۲) بررسی مانایی متغیرهای تحقیق با استفاده از آزمون مانایی LLC

متغیر	مقدار آماره آزمون دیکی-فولر	سطح احتمال	نتیجه آزمون
ریسک	-۴/۳۰	۰/۰۰۰	مانا
نسبت سرمایه	-۳/۶۰	۰/۰۰۰	مانا
ارزش فرانسیز	-۸/۳۱	۰/۰۰۰	مانا
اندازه بانک	-۹/۴۲	۰/۰۰۰	مانا
اهرم عملیاتی	-۳/۰۱	۰/۰۰۱	مانا

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانشیز و لابی -----

نتایج آزمون LLC نشان می‌دهد تمام متغیرهای تحقیق مانا هستند. فرضیه صفر در آزمون LLC وجود ریشه واحد و فرضیه مخالف وجود مانایی است. لذا زمانی که متغیرها دارای احتمال کوچک‌تر از ۰/۰۵ هستند پس فرضیه صفر رد شده و فرضیه مخالف پذیرفته می‌شود به این معنا که متغیرها مانا هستند.

۳-۷ آزمون بروش-پاگان-گودفری

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری^۱ مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول ۳ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش تأیید می‌شود؛ بنابراین، به منظور تخمین مدل پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌کنیم.

جدول (۳) آزمون بروش-پاگان-گودفری

احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	مدل پژوهش
۰/۸۱	۰/۴۴	آماره F	

در این آزمون فرض صفر بیان‌گر وجود همسانی واریانس است و با توجه به این که مقدار احتمال از سطح معنی‌داری ۰/۱۰ بیشتر می‌باشد، در نتیجه فرض صفر تأیید شده حاکی از آن است که همسانی واریانس وجود دارد.

۴-۷ آزمون F لیمر

قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰/۵ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن‌ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰/۵ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود.

جدول (۴) آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون	مقدار آماره	سطح احتمال	تفسیر
F لیمر	۱/۸۷	۰/۱۰۳	روش ترکیبی

نتایج آزمون F لیمر برای الگوی تحقیق نشان می‌دهد فرضیه صفر (مدل با داده‌های ترکیبی) تأیید شده و لذا مدل با داده‌های ترکیبی تأیید می‌شود؛ و دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست چراکه الگوی تحقیق بایستی با روش داده‌های ترکیبی آزمون شود و روش برآورد نیز با رگرسیون تعمیم‌یافته (GLS) می‌باشد.

۵-۷ تخمین مدل پژوهش

در این تحقیق برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل زیر استفاده می‌نماییم.

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{i,t} + \beta_2 FV_{i,t} + \beta_3 LOBBY_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 OPLEV_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

همچنین نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد مدل با استفاده از روش تلفیقی مورد تخمین قرار می‌گیرد. شکل

برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار EViews8 به صورت زیر خواهد بود:

1. Breusch Pagan Godfrey

جدول (۵) تخمین مدل پژوهش

متغیر وابسته: ریسک					
متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح احتمال	نتیجه	تفسیر
نسبت سرمایه	۰/۰۵	۱/۳۷	۰/۱۷	نسبت سرمایه تأثیر معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها ندارد	رد فرضیه سوم
ارزش فرانشیز	۰/۳۵	۳/۲۸	۰/۰۰۱	ارزش فرانشیز تأثیر معنادار و مستقیم بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها دارد.	تائید فرضیه اول
لابی	۰/۱۹	-۳/۰۲	۰/۰۰۳	متغیر لابی تأثیر منفی و معنادار با ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها دارد	تائید فرضیه دوم
اندازه بانک	۰/۰۷	۱۹/۱	۰/۲۳	اندازه بانک تأثیر معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها ندارد.	-
اهرم عملیاتی	-۰/۰۵	-۱/۷۶	۰/۰۸	متغیر اهرم عملیاتی تأثیر منفی و معنادار با ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها دارد	-
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹				
دوربین واتسون	۱/۶۸				
آماره F	۶۵/۴۵۱				
سطح معنی داری آماره F	۰/۰۰۰۰				

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات بر اساس جدول (۵) نتایج تحقیق بیانگر این است که در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. همچنین ضریب دوربین واتسون برابر با ۲/۱۶ بوده و بین (۱/۵-۲/۵) قرار دارد بنابراین مشکل خودهمبستگی بر اساس روش تابلویی وجود ندارد، همچنین ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶۵ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که:

نتایج برآورد نشان می‌دهد که با توجه به اینکه سطح معناداری مدل (۰،۰۰۰) کوچک‌تر از ۰،۰۵ است بنابراین مدل معنادار می‌باشد علاوه بر این مقدار سطح معناداری متغیرهای ارزش فرانشیز و لابی که کوچک‌تر از ۰،۰۵ است، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار هستند. متغیر فرانشیز دارای تأثیر مثبت و معنادار بر روی ریسک خرید سهام می‌باشد؛ به این معنا که اگر ارزش فرانشیز یک درصد افزایش (کاهش) یابد ریسک خرید سهام ۰،۳۵ درصد افزایش (کاهش) می‌یابد. متغیر لابی رابطه معکوس و معنادار با ریسک خرید سهام دارد. اگر متغیر لابی یک درصد افزایش (کاهش) یابد ریسک خرید سهام ۰،۱۹ درصد کاهش (افزایش) می‌یابد. متغیر کنترلی اهرم عملیاتی در سطح اطمینان ۹۰٪ دارای تأثیر معکوس و معنادار بر ریسک خرید سهام است. اگر یک درصد اهرم عملیاتی افزایش (کاهش) یابد ریسک خرید سهام ۰،۰۵ درصد کاهش (افزایش) می‌یابد. در حالی که در سطح ۹۵٪ تأثیر معناداری بر ریسک خرید سهام ندارد. همچنین اندازه بانک نیز بر ریسک سهام تأثیری ندارد.

عوامل مؤثر بر ریسک در بورس اوراق بهادار تهران: نقش ارزش فرانسیز و لابی -----

نتایج برآورد نشان می‌دهد که الگوی برآوردی دارای ضریب تعیین ۰,۱۹ است که برای داده‌های ترکیبی بسیار مناسب است و نشان‌دهنده خوبی برازش است. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۱,۶۸ می‌باشد که بسیار نزدیک عدد ۲ می‌باشد و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی است.

۸. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

دنیای کسب‌وکار و صنعت با تحولات و دگرگونی‌های متعددی همچون جهانی‌شدن، برون‌سپاری‌ها و ایجاد ائتلاف استراتژیک مواجه است. مدیریت ریسک در فعالیت سازمان‌ها اعم از تجاری و غیرانتفاعی اهمیت روزافزونی یافته است. ریسک تعیین‌کننده سوددهی و بازدهی بانک‌ها می‌باشد. ریسک اقسام مختلفی دارد که در تحقیق حاضر از ریسک خرید سهام بانک استفاده می‌شود؛ و اثر ارزش فرانسیز و هزینه‌های لابی و همچنین سرمایه‌بر ریسک موردبررسی قرار گرفت. نتایج برآورد نشان داد متغیرهای ارزش فرانسیز و لابی در سطح ۹۵٪ معنادار هستند. متغیر فرانسیز دارای تأثیر مثبت و معنادار بر روی ریسک خرید سهام می‌باشد. ارزش فرانسیز در این تحقیق برابر بود با نسبت ارزش بازار و بدهی‌ها بر دارایی کل. رابطه مستقیم ارزش فرانسیز با ریسک خرید سهام نشان می‌دهد افزایش نسبت ارزش بازار و بدهی کل بانک‌ها تأثیر مثبت بر افزایش ریسک خرید سهام بانک‌ها دارد. نقش بدهی در این رابطه بیشتر به چشم می‌خورد. بدهی بانک‌ها متغیری است که نقش اساسی در سودآوری بانک، سود توزیع شده بین سهامداران، قیمت سهام و سایر نسبت‌ها داشته باشد و طبق نتایج تحقیق اثر مستقیم بر ریسک خرید سهام بانک دارد. متغیر لابی رابطه معکوس و معنادار با ریسک خرید سهام دارد. این نتیجه نشان می‌دهد بانک‌هایی که با دولت لابی سیاسی-اقتصادی کرده‌اند قیمت سهامشان کمتر در معرض ریسک قرارداد و سهام‌های مطمئن‌تری هستند و این بانک‌ها می‌توانند با افزایش ۱۰۰ درصد در میزان لابی، بازهم ارزش در معرض خطر قیمت سهام خود را ۱۹ درصد دیگر کاهش دهند؛ بنابراین با افزایش لابی، مقدار ریسک سرمایه‌گذاری سهام نیز کاهش می‌یابد. در واقع با افزایش لابی، بانک‌های لابی‌کننده از نوعی رانت اقتصادی-سیاسی بهره‌مند می‌شوند و از برخی اقدامات سیاسی و قانونی پیش از موعد اطلاع پیدا کنند که موجب تسهیل در تصمیم‌گیری به‌موقع و در نتیجه ثبات قیمت سهام و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در سهام می‌شود. متغیر اهرم عملیاتی در سطح اطمینان ۹۰٪ دارای تأثیر معکوس و معنادار بر ریسک خرید سهام است. اهرم عملیاتی در این تحقیق برابر با نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها بود. این نتیجه نشان می‌دهد با افزایش نسبت دارایی ثابت، ریسک خرید سهام کاهش می‌یابد. لذا بانک‌هایی که نسبت دارایی ثابت بیشتری داشته‌اند از قدرت بیشتری در بازار برخوردار بوده و ریسک خرید سهام کمتری داشته‌اند. در کل نتایج به‌دست‌آمده با تحقیق گریگوری و هامبوش (۲۰۱۵) مطابقت دارد. نتیجه دیگر تحقیق نشان داد نسبت سرمایه بانک‌ها تأثیر معناداری بر ریسک خرید سهام بانک‌ها ندارد؛ و بانک‌ها نمی‌توانند با افزایش نسبت سرمایه خود، ارزش در معرض خطر قیمت سهام خود را کاهش دهند. این نتیجه، با نتایج تحقیق ابراهیمی و رنگریز (۱۳۹۴) مطابقت که بیان می‌کند افزایش سرمایه بانک نمی‌تواند به‌طور کامل ریسک سهام بانک را کاهش دهد.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده پیشنهاد می‌شود مدیران بانک‌ها به جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بانک، اقدام به کاهش ارزش بازار بانک و بدهی‌های بانک کنند؛ زیرا کاهش بدهی و ارزش بازار موجب کاهش تعهدات و افزایش یا ثبات سود برای دوره‌های بعدی می‌شود و در نتیجه تمایل به خرید سهام بانک نیز افزایش می‌یابد که باعث کاهش ریسک خرید سهام بانک می‌شود. علاوه بر این با دولت همکاری بیشتری داشته باشند. مدیران بانک‌ها می‌توانند در قبال دریافت برخی امتیازات از دولت، تسهیلات اعطایی به دولت و بخش‌های دولتی پرداخت کنند. بانک‌ها می‌توانند برخی امتیازات مانند حق فروش اوراق مشارکت انرژی یا مسکن، حق امتیاز پرداخت تسهیلات خودرو و یا از این دست امتیازات را از دولت اخذ کنند؛ که این امر سبب افزایش سوددهی بانک و دید مثبت سهامداران به سهام می‌شود و تقاضای سهام بانک افزایش می‌یابد که خود منجر به کاهش ریسک خرید سهام بانک می‌شود. همچنین توصیه می‌گردد که مدیران بانک‌ها برای کاهش ریسک خرید سهام از عاملی به‌غیر از سرمایه استفاده کنند. شاید این تصور وجود داشته باشد که افزایش سرمایه موجب استحکام بانک و پیش‌افتادن از سایر رقبا در بورس می‌شود و سرمایه‌گذار با اطمینان بیشتری اقدام به خرید سهام می‌کند

اما نتایج تحقیق چنین نتیجه‌ای را نشان نمی‌دهد. لذا می‌توان از عوامل دیگر مانند کاهش فرانشیز یا افزایش اهرم عملیاتی برای کاهش ریسک خرید سهام استفاده کرد.

منابع و مأخذ

۱- ابراهیمی، نصراله؛ و رنگریز، وحید (۱۳۹۴)، تأثیر سرمایه‌بر سودآوری و ریسک در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی و سومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت، تهران، شرکت خدمات برتر.

۲- ابزری، مهدی و صمدی، سعید و تیموری، هادی (۱۳۹۱)، عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی، نشریه روند بانک مرکزی ایران، شماره ۱۴.

۳- احمدی، کیومرث؛ رحمتی نیا، روح اله و رحمتی نیا، محسن (۱۳۹۲)، بررسی عوامل مؤثر بر ریسک پذیری سرمایه‌گذاران واحدهای تولیدی در استان مازندران، اولین کنفرانس ملی سرمایه‌گذاری و تولید ملی، مدیریت مالی، ایران، تهران.

۴- پیر صالحی، مجتبی (۱۳۷۲)، بررسی ارتباط بین ریسک و بازده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم.

۵- تاجمیر ریاحی، حامد (۱۳۹۱)، بررسی رابطه شاخص‌های حسابداری مدیریت ریسک و بازده سهام در بانک‌ها، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱، شماره ۱، ۷۳-۸۳.

۶- خلیلی عراقی، مریم و یکه زارع، امیر (۱۳۸۹)، برآورد ریسک بازار صنایع بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل ارزش در معرض خطر (VAR)، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۳ (پیاپی ۷)، ۴۷-۷۲.

۷- عبدالله زاده، فرهاد (۱۳۸۱)، مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، تهران: انتشارات نشر پردازش گران، چاپ اول.

۸- فروغی، داریوش و ساکیانی، امین (۱۳۹۵)، تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره ۵، شماره ۴، ۹۹-۱۱۶.

۹- مدرس سبزواری، احمد و عبدالله زاده، فرهاد (۱۳۷۸)، مدیریت مالی، جلد دوم، تهران: چاپ و نشر بازرگانی.

۱۰- یزدان پناه، احمد و شکیب، سکینه (۱۳۸۸)، عوامل مؤثر بر ریسک نقدینگی بانک‌ها (مطالعه موردی بانک ملت)، مجله مطالعات مالی، شماره سوم.

- 1- Blau, B.M. Brough T.J. and Thomas, D.W. (2013), Corporate lobbying, political connections and the bailout of banks, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37 No. 8, 3007-3017.
- 2- Cooper, M.J. Gulen, H. and Ovtchinnikov, A.V. (2010), Corporate political contributions and stock returns, *Journal of Finance*, Vol. 65 No. 2, 687-724.
- 3- Dang, V. A. Lee, E. Liu, Y, Zeng, C. (2016), Does debt maturity affect stock price crash risk? Available at: www.ssrn.com.
- 4- Distinguin, I. Roulet, C. and Tarazi, A. (2013), Bank regulatory capital and liquidity: Evidence from US and European publicly traded banks, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37 No. 9, 3295-3317.
- 5- Gregory, KG. & Hambusch, G. (2015), Factors driving risk in the U.S. banking industry: the role of capital, franchise value and lobbying, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11 Iss 3, 1-36.
- 6- Haugen, R.A. (1990). *Modern Investment theory*. (2 nd Ed). New Jersey: Prentice Hall Inc.
- 7- Keeley, M. (1990), Deposit insurance, risk, and market power in banking, *American Economic Review*, Vol. 80 No. 5, 1183-1200.

- 8- Lee, Chien-Chiang & Hsieh, Meng-Fen (2013), The impact of bank capital on profitability and risk in Asian banking, Journal of International Money and Finance, Volume 32, 251–281.
- 9- Saunders, A. and Wilson, B. (2001), An analysis of bank charter value and its riskconstraining incentives, Journal of Financial Services Research, Vol. 19 No. 2-3,185-195.

