



نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی مالی و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و شوک آن بر بازده سهام

سیده نرجس شیرمردی^۱

مجید صامتی^۲

حسین شریفی رنانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۱۸

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی مالی و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی کشور آمریکا و اثرات شوک کوتاه‌مدت و بلندمدت آن بر بازده سهام (شاخص اس اند پی بورس نیویورک) با استفاده از الگوی خودبازگشت برداری ساختاری و داده‌های فصلی در بازه زمانی ۲۰۲۲-۲۰۰۲ می‌باشد. نتایج حاکی از آن است که در کوتاه‌مدت بیشترین تاثیر شوک‌های منفی به ترتیب ناشی از متغیرهایی همچون بازده سهام، سپس نااطمینانی مالی، شاخص اعتماد ارزش‌گذاری، نااطمینانی اقتصادی، شاخص اعتماد یکساله و متغیرهای نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، شاخص اعتماد سقوط و شاخص اعتماد خرید قیمت پائین نیز تقریباً به یک اندازه بر بازدهی سهام تاثیرگذار بوده‌اند. در بلندمدت نیز بیشترین تاثیر شوک‌های منفی به ترتیب ناشی از متغیرهایی همچون بازده سهام، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، شاخص اعتماد خرید قیمت پائین، نااطمینانی اقتصادی، شاخص اعتماد یکساله و سپس متغیرهای نااطمینانی مالی، شاخص اعتماد ارزش‌گذاری، شاخص اعتماد سقوط نیز تقریباً به یک اندازه بر بازدهی سهام تاثیرگذار بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: اعتماد بازار سهام، نااطمینانی مالی، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی، بازار سرمایه، بازده سهام.

طبقه بندی JEL: B26, C22, D81, E44, G12

۱ گروه اقتصاد، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. shirmardi_narges@yahoo.com

۲ گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول) majidsameti@ase.ui.ac.ir

۳ گروه اقتصاد، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. h.sharifi@khuif.ac.ir

۱- مقدمه

نااطمینانی را می‌توان در یک مفهوم کلی به صورت عدم توانایی در پیش‌بینی پیامدها تعریف کرد. در چنین شرایطی عاملان اقتصادی در مورد تصمیمات مربوط به مصرف، پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مخارج - مالیات، قوانین، مقررات و نرخ‌های بهره آتی با نااطمینانی مواجه هستند. انواع مختلفی از نااطمینانی‌ها در اقتصاد وجود دارند که عاملان اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از جمله این موارد می‌توان به نااطمینانی کلی و کلان اقتصادی مانند تولید، تورم، نااطمینانی مرتبط با سیاست‌گذاری اقتصادی و نااطمینانی مالی اشاره کرد. اینکه تورم چه نوع از فعالیت‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد مسئله مهمی است، زیرا نرخ‌های بالای تورم با ایجاد عدم اطمینان و اصطکاک بازارهای مالی در تخصیص منابع، سیستم مالی را ناکارآمد می‌کند (بوید و اسمیت^۱، ۱۹۹۸).

گالوب^۲، (۱۹۹۴) در بیان نحوه تأثیرگذاری نااطمینانی بر اقتصاد اشاره می‌کند که نااطمینانی دو اثر اقتصادی دارد، اولین اثر آن است که نااطمینانی منجر به تغییر جهت‌گیری سرمایه‌گذاران و مصرف‌کنندگان از آنچه مایل به انجام آن هستند می‌شود که اقتصاددانان به عنوان اثر پیشین^۳ یاد می‌کنند و این به معنی آن است که تصمیم‌گیری‌های آینده به خاطر نااطمینانی در پیش‌بینی تورم تحت تأثیر قرار می‌گیرند و دومین اثر، پس از تصمیمات اتخاذ شده صورت می‌گیرد که از آن تحت عنوان اثر پسین^۴ یا اثرات معطوف به گذشته یاد می‌شود. این اثر هنگامی اتفاق می‌افتد که تورم از آنچه مورد انتظار بوده است، متفاوت می‌شود. زمانی که نااطمینانی افزایش می‌یابد مفهوم غیر قابل برگشت بودن سرمایه‌گذاری در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌گردد. نااطمینانی تورمی به طور مستقیم و غیر مستقیم اثر رفتاری بر بازارهای اعتباری دارد و در بلندمدت بازارهای مالی را از بین برده و تأثیر منفی روی سرمایه‌گذاری می‌گذارد، زیرا نرخ بهره واقعی و نااطمینانی تورمی منجر به هراس برای سرمایه‌گذاران شده و نهایتاً موجب به تأخیر انداختن تصمیمات آنان می‌شود، در نتیجه تقاضا برای سهام کاهش یافته و به دنبال آن شاخص کل سهام نزول می‌کند، در نتیجه این امر تأثیر مخرب بر سرمایه‌گذاری و شاخص کل سهام بورس اوراق بهادار خواهد داشت. نااطمینانی سیاست اقتصادی به رویدادهای اقتصادی نامشخصی اشاره دارد که می‌تواند جریان شفاف فعالیت‌های مختلف اقتصادی را مختل کند. تغییرات در قیمت‌ها و بازده دارایی‌های مالی در نتیجه اقدامات سیاست‌گذاران پولی، به تغییرات در رفتار اقتصادی می‌انجامد. بنابراین، درک نحوه تأثیر سیاست پولی بر حوزه وسیعتری از اقتصاد، ضرورتاً مستلزم آگاهی از اثر اقدامات سیاستی بر بازارهای مالی مهم و چگونگی تغییرات بازده و قیمت دارایی‌ها در این بازارهاست.

تجزیه تحلیل‌گران مدرن سرمایه‌گذاری، منابع ریسک را که باعث تغییر و پراکندگی در بازده سهام می‌شود، به دو دسته تقسیم می‌کنند؛ آن دسته از ریسک‌هایی که ماهیتاً وجود دارند از قبیل ریسک بازار و آن دسته از ریسک‌هایی که برای اوراق خاصی وجود دارد مانند ریسک تجاری. یک راه منطقی برای تقسیم

^۱ - Boyd & Smith (1998)

^۲ - Golob (1994)

^۳ - Ex-ante

^۴ - Ex-post

ریسک کلی به اجزاء آن، تمایز میان اجزاء کلی (بازار) و اجزاء خاص (اوراق خاص) است. این دو نوع ریسک را ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک می‌نامند (زلقی و بیات، ۱۳۹۵). ریسک غیرسیستماتیک آن قسمت از تغییرات در بازده اوراق بهادار است که ارتباطی با تغییرپذیری کل بازار ندارد. این نوع ریسک منحصر به اوراق بهادار خاصی است و به عواملی همچون ریسک تجاری، ریسک نقدینگی بستگی دارد (دانش‌عسگری، ۱۳۹۰). ریسک سیستماتیک تحت عنوانی همچون ریسک بازار یا ریسک کاهش‌ناپذیر هم آمده، آن قسمت از کل ریسک می‌باشد که تابع عوامل بازار است و نمی‌توان آن را حذف کرد. این ریسک شامل ریسک مالی، ریسک نرخ بهره، بازار و تورم بوده و زائیده تغییرات اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و محیطی بازار سرمایه است و برای سهام مختلف روندی تقریباً یکسان دارد (شباهنگ، ۱۳۸۱).

ریسک تنوع‌ناپذیر یا ریسک غیر قابل متنوع‌سازی یک ورقه بهادار ناشی از مجموعه‌ای از عوامل و فاکتورهایی نظیر؛ عرضه پول، تورم، سطح مصارف دولتی و خط مشی صنعت است که بر ثروت تمامی شرکت‌های فعال در اقتصاد تحمیل می‌گردد. از آنجایی که این عوامل بر بازده همه شرکت‌ها اثر دارد، سرمایه‌گذاران قادر نخواهند بود تا از طریق تنوع بخشی و تشکیل پرتفوی از بروز چنین ریسکی جلوگیری کرده یا آن را کاهش دهند (دانش‌عسگری، ۱۳۹۰).

در قرون جدید علم روانشناسی در حیطه کار اقتصاد و مالی به فعالیت‌های چشمگیری پرداخته است، از اوایل دهه ۱۹۲۰ روابط انسانی به صورت یکی از ارکان و راهبردهای مهم کاری تبدیل شده است از همین جا نقش فرد و ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری او در جامعه و شرکت مورد توجه خاص و ویژه قرار گرفته است (معلمی و همکاران، ۱۴۰۱). در مالی کلاسیک، احساسات سرمایه‌گذاران هیچ نقشی در بازده انتظاری و قیمت سهام ندارد، اما مالی رفتاری معتقد است تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات آن‌هاست (چاوشی و شریفی، ۱۴۰۱).

جهت توجیه وقایع متضاد با مفروضات مالی کلاسیک، یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافته، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان مالی رفتاری مطرح گردید. مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است و تلاشی برای توصیف دلایل بروز استثنایها در ادبیات مالی است. به نظر لینتر، مالی رفتاری به مطالعه چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات جهت انجام تصمیمات ساختار یافته سرمایه‌گذاری توسط افراد می‌پردازد (تلنگی، ۱۳۸۳). رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (سینائی و داودی، ۱۳۸۸).

پارادایم غالب در تئوری‌های مالی کلاسیک (مالی مدرن) مبتنی بر حداکثر سازی مطلوبیت انتظاری و ریسک‌گریزی است در حالی که مطالعات تجربی از دنیای واقعی همجه‌های فراوانی را در سال‌های اخیر به تئوری‌های مدرن مالی و فرض انسان عقلایی وارد کرده است. مطالعات روانشناسان نشان می‌دهد که انسان‌ها در

عمل، رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری‌های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند از خود بروز می‌دهند (فرناندز و همکاران^۱، ۲۰۱۰)

ادامه مطالعه‌های حوزه مالی از جمله بررسی علمی رفتار قیمت اوراق بهادار حاکی از وجود تناقض‌هایی در واقعیت‌ها و مفروض‌های بازار کارا (یکی از اصول اساسی نظریات مالی کلاسیک) بود؛ بنابراین اندیشمندان حوزه مطالعه‌های مالی که همواره درصدد شناخت و تبیین رفتارها و علل وقایع بازارهای مالی بودند، تلاش نمودند با کمک گرفتن از علوم رفتاری درصدد تشریح رفتار تصمیم‌گیرندگان در بازارهای مالی برآیند و با طرح محدودیت‌های تئوری‌های مالی کلاسیک در تبیین واقعیت‌ها از جمله محدودیت در آربیتراژ و محدودیت‌های شناختی انسان، عامل رفتار غیر عقلایی انسان، در کنار سایر متغیرهای اقتصادی به عنوان عوامل مؤثر بر رفتارهای اقتصادی شناخته شد (رودپشتی، هیبتی و موسوی، ۱۳۹۱). از دلایل دیگر دور شدن بازارهای مالی از رفتارهای منطقی، بروز رفتارهای واکنشی توسط سرمایه‌گذاران در این بازارهاست. یکی از مفروضات مهم بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان داده و بر این اساس تصمیم می‌گیرند (دادرس و همکاران، ۱۳۹۷).

تحلیل پایداری بازار سهام طی سالیان اخیر مورد توجه پژوهشگران و محققان اقتصادی زیادی قرار گرفته است. چگونگی میزان پایداری و ثبات بازده سهام و نااطمینانی‌های آن در اثر تغییرات اقتصاد کلان و سیاست‌های اقتصادی از اهمیت زیادی برای سیاست‌گذاران و فعالان اقتصادی به ویژه سرمایه‌گذاران بازارهای مالی برخوردار است. باتوجه به موارد فوق این سوال مطرح می‌گردد که آیا نقش شاخص‌های اعتماد بازار سرمایه می‌تواند در کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام در شرایط نااطمینانی‌های اقتصادی، مالی و سیاست‌های اقتصادی مؤثر باشد؟ از آنجائیکه تاکنون مطالعه‌ای به بحث و بررسی تأثیر همزمان میزان و رابطه اثرگذاری شوک‌های ناشی از شاخص-های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و نااطمینانی مالی بر بازدهی سهام در بورس نیویورک در بازه زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت نپرداخته است، از اینرو پژوهش حاضر در تلاش است با مطالعه جامع ادبیات پژوهش نسبت به بررسی تأثیرات و ابعاد گوناگون در این حوزه بپردازد.

در بخش‌های بعد، ابتدا مبانی نظری و سپس در پیشینه پژوهش به بررسی مطالعات خارجی و داخلی انجام گرفته در این زمینه پرداخته خواهد شد. پس از معرفی مدل، با تکیه بر مبانی مدل خود بازگشت برداری ساختاری، آزمون‌های اقتصادسنجی، توابع واکنش آنی و تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی، میزان اهمیت شوک-های کوتاه‌مدت و بلندمدت بر بازدهی سهام بررسی می‌گردد. در نهایت باتوجه به نتایج بدست آمده به نتیجه-گیری و بحث پرداخته شده است.

¹ - Fernandes, Pena & Tabak (2010)

۲- مبانی نظری

۲-۱- نااطمینانی اقتصادی

مکانیزم‌هایی که رشد بلندمدت اقتصادی و نوسانات چرخه‌های تجاری را به هم مرتبط می‌کنند، به دو گروه جداگانه طبقه‌بندی می‌شوند. یک گروه بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به نااطمینانی در آینده تأکید دارند که این مسئله بر رشد متوسط بلندمدت اقتصادی اثر می‌گذارد. گروه دیگر بر ارتباط متقابل ساختاری بین فرآیند رشد و نااطمینانی تولید تأکید می‌کنند. هر دو نوع مکانیزم، به وجود رابطه منفی یا مثبت بین رشد بلندمدت اقتصادی و نااطمینانی تولید اشاره دارند.

اقتصاددانانی که معتقد به وجود ارتباط مثبت بین این دو متغیر هستند، بیان می‌کنند که ارتباط بین نااطمینانی تولید و رشد اقتصادی مثبت است؛ در صورتی که ۱- پس‌انداز احتیاطی وجود داشته باشد، ۲- تکنولوژی بالا با ریسک‌های بالا وجود داشته باشد. دسته اول معتقدند که با افزایش نااطمینانی در اقتصاد، پس‌اندازهای احتیاطی در جامعه افزایش یافته، در نتیجه سرمایه‌گذاری افزایش و در نهایت رشد سرمایه‌گذاری منجر به افزایش رشد بلندمدت اقتصادی خواهد شد. با توجه به این ایده، معتقد به وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار بین نوسانات چرخه‌های تجاری و رشد اقتصادی است (میرمن^۱، ۱۹۸۱).

دسته دوم بر نقش تکنولوژی به عنوان عامل مهم در ارتباط بین نااطمینانی و رشد اقتصادی در بلندمدت تأکید می‌ورزند. در کشورهایی که هدف، نرخ‌های متوسط رشد بالاتر است، باید ریسک‌های بالاتر را نیز پذیرفت و به دنبال آن تکنولوژی بالاتر را هم قبول کرد. از طرفی دیگر، اگر در کشوری نااطمینانی همراه با رکود وجود داشته باشد و در آن زمان انباشت دانش فنی صورت گیرد (یعنی هزینه‌هایی صرف آموزش یا تحقیق و توسعه شده باشد) رشد اقتصادی در بلندمدت افزایش می‌یابد (بلکبرن^۲، ۲۰۰۱).

کیدلند و پرسکات^۳، (۱۹۸۲) مدل‌هایی به منظور تحلیل نوسانات اقتصادی ارائه کردند که تئوری رشد و نااطمینانی را به هم مرتبط می‌کند. براساس این مدل‌ها، نااطمینانی با انحرافات تصادفی در تکنولوژی معرفی می‌شود. کیدلند و پرسکات مطرح نمودند که تکنولوژی با بازده انتظاری بالا، ریسک‌های بالاتری را به همراه دارد و باعث می‌شود که تخصیص عوامل برای تولید تغییر یابد و نوعی شرایط نامطمئن در کوتاه‌مدت در جامعه ایجاد شود، ولی در بلندمدت نرخ بازگشت سرمایه بیشتر شده و رشد اقتصادی در بلندمدت افزایش می‌یابد.

در مقابل این گروه، مجموعه‌ای دیگر از صاحب‌نظران اقتصادی هستند که معتقد به وجود رابطه منفی بین رشد بلندمدت و نااطمینانی تولید هستند. این گروه نیز این ارتباط را از سه جنبه متفاوت بررسی می‌کنند. ۱- سرمایه‌گذاری غیر قابل بازگشت در نظر گرفته شود، ۲- رکورد همراه با محدودیت‌های پولی و مالی باشد، ۳- نااطمینانی نشانگر افزایش ریسک اقتصادی و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری باشد.

^۱ - Mirman (1981)

^۲ - Blackburn (2001)

^۳ - Kydland & Prescott (1982)

دسته اول با در نظر گرفتن غیرقابل بازگشت بودن سرمایه‌گذاری معتقد به وجود ارتباطی منفی بین نااطمینانی و رشد اقتصادی در بلندمدت هستند. برنانک^۱، (۱۹۸۳) و پیندایک^۲، (۱۹۸۲) در مطالعه خود با فرض برگشت‌ناپذیر بودن سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که افزایش نوسانات تولید در کوتاه‌مدت منجر به افزایش نااطمینانی و به تبع آن کاهش سرمایه‌گذاری شده و در نهایت رشد اقتصادی در بلندمدت کاهش خواهد یافت. از نظر نویسندگان رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین رشد اقتصادی در بلندمدت و نااطمینانی وجود دارد. دسته دوم معتقدند در کشورهایی که رکود همراه با محدودیت‌های مالی و پولی است، ارتباط منفی بین نااطمینانی و رشد بلندمدت اقتصادی وجود دارد. دسته سوم نوسان نااطمینانی و کاهش رشد اقتصادی در بلندمدت را مطرح می‌کنند. از نظر آن‌ها، نااطمینانی منجر به افزایش ریسک اقتصادی می‌شود. این افزایش ریسک باعث کاهش سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش رشد بلندمدت اقتصادی خواهد شد.

در مورد ارتباط میان نااطمینانی و سرمایه‌گذاری دو دیدگاه متفاوت وجود دارد. تفاوت این دو دیدگاه را می‌توان ناشی از تفاوت در سه فرض اساسی زیر دانست؛ برنانک (۱۹۸۳) ۱- میزان رقابت‌پذیری در بازار محصول، ۲- بازدهی نسبت به مقیاس، ۳- میزان برگشت‌پذیر بودن سرمایه‌گذاری. دیدگاه اول رابطه مثبت میان نااطمینانی و سرمایه‌گذاری که منتسب به اقتصاددانانی همانند هارتمن^۳ و آبل^۴ می‌باشد، با فرض رقابت کامل، بازدهی ثابت نسبت به مقیاس و برگشت‌پذیری کامل سرمایه‌گذاری، معتقد است تا زمانی که تابع سود در قیمت‌ها محذب باشد افزایش در متوسط نوسانات قیمت (نااطمینانی) منجر به افزایش سرمایه‌گذاری بنگاه رقابتی می‌گردد (سرون^۵، ۱۹۹۸). دیدگاه دوم رابطه منفی میان نااطمینانی و سرمایه‌گذاری منتسب به اقتصاددانانی از قبیل پیندایک و کابالرو^۶ است. پیندایک با فرض خنثی بودن نسبت به ریسک و رقابت کامل، به مساله برگشت‌ناپذیری سرمایه‌گذاری توجه می‌نماید. وی برخلاف دیدگاه نئوکلاسیکی، بیان می‌کند که اکثر مخارج سرمایه‌گذاری تا حدودی برگشت‌ناپذیر هستند. وی معتقد است با وجود برگشت‌ناپذیری سرمایه‌گذاری زمانیکه در مورد تقاضای آتی و یا در مورد وضعیت هزینه نااطمینانی وجود داشته باشد، در این صورت تصمیم به سرمایه‌گذاری در زمان حال با یک هزینه فرصتی همراه است که مقدار آن برابر است با ارزش فرصت سرمایه‌گذاری از دست رفته در آینده. بنابراین وجود سرمایه‌گذاری برگشت‌ناپذیر منجر به وجود آمدن رابطه عکس بین نااطمینانی و سرمایه‌گذاری می‌گردد، زیرا در شرایط نااطمینانی افراد سعی می‌کنند تا به تعویق انداختن تصمیم سرمایه‌گذاری، اطلاعات بیشتری را در زمینه مورد نیاز کسب کنند و از اطمینان بالاتری برخوردار شوند (پیندایک، ۱۹۸۸).

آبل، (۱۹۹۶) معتقدند اگرچه در شرایط نااطمینانی ماهیت برگشت‌ناپذیر بودن مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند در انجام سرمایه‌گذاری تاخیر بوجود آورد ولی این احتمال وجود دارد که قیمت بدست آوردن سرمایه در زمان آینده نسبت به زمان حال افزایش یافته و هزینه گسترش سرمایه بیشتر گردد. در مقابل کابالرو معتقد است

^۱ - Bernanke (1983)

^۲ - Pindyck (1982)

^۳ - Hartman (1972)

^۴ - Abel (1983)

^۵ - Serven (1998)

^۶ - Caballero (1991)

که تفاوت دو دیدگاه آبل و پیندایک تنها به علت تفاوت در فرض مربوط به هزینه‌های متقارن و یا به عبارت بهتر در نتیجه فرض برگشت‌پذیری سرمایه‌گذاری نیست زیرا بحث هزینه‌های تعدیل را می‌توان برای توضیح رفتار پویای سرمایه‌گذاری و رفتار آن طی ادوار تجاری مورد استفاده قرار داد. در نتیجه برای برقراری ارتباط منفی میان نااطمینانی و سرمایه‌گذاری باید فرض بازدهی نزولی نسبت به مقیاس با رقابت ناقص و یا هردو را وارد بحث کرد.

در واقع تصمیم سرمایه‌گذاری زمانی صورت می‌پذیرد که سود نهایی سرمایه به یک مقدار آستانه برسد، که مقدار این آستانه به میزان نوسانات تقاضای انتظاری برای محصول بنگاه و سودآوری بستگی دارد. نااطمینانی در مورد وضعیت آتی اقتصاد ممکن است که این حد آستانه را افزایش داده و انجام سرمایه‌گذاری را به تعویق اندازد (پیریرا^۱، ۲۰۰۸).

فتس^۲، (۲۰۰۲) معتقد است که نااطمینانی تولید بر بهره‌وری، سرمایه‌گذاری و هزینه‌های تحقیق و توسعه اثر می‌گذارد، که این متغیرها از عوامل مهم و مؤثر بر رشد اقتصادی در بلندمدت هستند. او معتقد است که با افزایش نااطمینانی، ریسک افزایش و در نتیجه نرخ بازگشت سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و لذا در بلندمدت، رشد اقتصادی کاهش خواهد یافت. کوز، پراسد و ترونز^۳، (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاری و اعتبارات را کانال ارتباطی نااطمینانی و رشد بلندمدت اقتصادی می‌دانند. این محققان دریافته‌اند که انباشتگی مالی و تجاری بر ارتباط منفی بین رشد و نا-اطمینانی دامن می‌زند. از طرفی تأثیرات نااطمینانی در فضای اقتصاد بر رشد اقتصادی و رابطه بین نااطمینانی واقعی و رشد اقتصادی در کشورهای جی سه (آلمان، ژاپن و آمریکا) نشان می‌دهد که در دو کشور آلمان و ژاپن نااطمینانی در فضای اقتصاد تأثیر منفی بر رشد اقتصادی و سطح تولیدات داشته است، ولی این نتایج در کشور آمریکا تأیید نشده است. (فونتاس و کاراناسوس^۴، ۲۰۰۶)

تورم به عنوان یکی از اساسی‌ترین معیارهای عدم ثبات سیاسی و اقتصادی به شمار می‌آید و از این رو می‌تواند هزینه‌های بسیاری را بر اقتصاد تحمیل نماید ولی بسیاری از اقتصاددانان مهم ترین هزینه تورم را افزایش در نااطمینانی تورمی می‌دانند، زیرا زمانی که نرخ تورم پایین است سیاست‌گذاران نیز سعی می‌کنند تا آن را پایین نگه دارند و لذا هیچ نوع مداخله‌ای صورت نمی‌پذیرد ولی زمانی که نرخ تورم افزایش می‌یابد این احتمال وجود دارد که مسئولان پولی از سیاست‌های لازم در جهت جلوگیری از این مساله استفاده نمایند. این مورد آخر است که منجر به افزایش نااطمینانی تورمی می‌گردد زیرا تأثیرات سیاست‌های پولی بر روی تورم مبهم است و مدت زمانی طول می‌کشد تا سیاست مورد نظر بر روی تورم اثر بگذارد. این بدین خاطر است که سیاست پولی ابتدا روی سیستم بانکی تأثیر گذاشته و سپس از طریق سیستم بانکی به بخش حقیقی اقتصاد منتقل گردیده و

¹ - Pereira (2008)

² - Fatas (2002)

³ - Kose, Prased, and Terrones (2004)

⁴ - Fontas and Karanasos (2006)

از آنجا می‌تواند بر تورم اثر گذار باشد. لذا در زمان افزایش تورم، نااطمینانی در مورد تورم نیز افزایش می‌یابد (آژوسکیس^۱، ۲۰۰۷).

بکو و آدوم^۲، از وجود ارتباط بلندمدت و کوتاه‌مدت میان نااطمینانی اقتصادی کلان و سرمایه‌گذاری خصوصی حکایت می‌کنند که تاثیر منفی در بلندمدت نسبت به کوتاه‌مدت بزرگتر می‌باشد. اثرات نااطمینانی اقتصادی کلان بر تورم و رشد اقتصادی در کشورهای صنعتی حاکی از تاثیر مثبت نااطمینانی اقتصادی کلان بر تورم و تاثیر منفی نااطمینانی اقتصادی کلان بر رشد اقتصادی بوده است. به طوری که به نظر می‌رسد افزایش نااطمینانی اقتصادی کلان منجر به افزایش سطح میانگین تورم و کاهش رشد اقتصادی منجر می‌شود (نیانیدیس و ساووا^۳، ۲۰۱۳) افزایش در نااطمینانی با کاهش چشمگیر در فعالیت‌های حقیقی اقتصادی مرتبط است. یورادو، لودویگسن و ان جی^۴، (۲۰۱۵). همچنین فلوتوتو، جیموویچ، ساپورتا، اکستن و تری^۵، (۲۰۱۸) استدلال می‌کنند که نااطمینانی بالاتر، از فرآیند حاکم بر نوآوری فن‌آوری ناشی می‌شود که متعاقباً باعث کاهش فعالیت‌های حقیقی اقتصادی می‌گردد. کریرو، کلارک و مارسلینو^۶، (۲۰۱۸) به این نتیجه رسیدند که نااطمینانی اقتصادی تأثیر منفی شدیدی بر عملکرد اقتصادی دارد. افزایش نااطمینانی اقتصادی باعث افزایش نااطمینانی در خصوص عرضه و تقاضای کل آتی نفت خام و منجر به نوسانات بیشتر در بازار می‌گردد (باکاس و تریانتافیلو^۷، ۲۰۱۸).

آنجلینی، باکیوکی، کاجیانو و فانلی^۸، (۲۰۱۹) نشان دادند نااطمینانی کلان اقتصادی اثر انقباضی بر تولید دارد. هنگ^۹، (۲۰۱۹) بیان می‌کند نااطمینانی اقتصادی به نوسانات و اختلالات یک دوره اشاره دارد که از منظر فعالان اقتصادی غیر قابل پیش‌بینی است. رابطه بین نااطمینانی کلان اقتصادی و رشد اقتصادی سه ماهه تولید ناخالص داخلی آتی بسیار غیرخطی و نامتقارن است. افزایش نااطمینانی اقتصادی در آینده، تاثیر بر رشد متوسط مورد انتظار را در پی دارد (بویان، یوانوویچ و سای ما^{۱۰}، ۲۰۲۰).

شوگ ناشی از نااطمینانی اقتصادی به طور قابل توجهی باعث کاهش بازده قیمت نفت می‌گردد که می‌تواند از یک دوره به دوره دیگر متفاوت باشد (لیو، یی، وی و یانگ^{۱۱}، ۲۰۲۱). افزایش نااطمینانی اقتصادی در بلندمدت با ایجاد اشتغال و ورود بنگاه‌های اقتصادی جدید به بازار رابطه معکوس و با نرخ بیکاری رابطه مستقیم دارد. در نتیجه گسترش کسب و کارهای جدید متوقف و سرمایه‌گذاری‌های جدید بخش خصوصی کاهش می‌یابد تا شرایط نااطمینانی اقتصادی نیز از بین برود. معمولاً در چنین شرایطی با افزایش نااطمینانی، بنگاه‌های اقتصادی

¹ - Ajevskis (2007)

² - Bekoe and Adom (2013)

³ - Neanidis and Savva (2013)

⁴ - Juado, Ludvigson and Ng (2015)

⁵ - Floetotto, Jaimovich, Saporta, Eksten, Terry (2018)

⁶ - Carriero, AnClark, and Marcellino (2018)

⁷ - Bakas, Triantafyllou (2018)

⁸ - Angelini, Bacchiocchi, Caggiano, and Fanelli (2019)

⁹ - Hengge (2020)

¹⁰ - Boyan, Jovanovic and SaiMa (2020)

¹¹ - Lyu, Yi, Wei, Yang (2021)

کوچک از بازار خارج می‌شوند (تاج‌دینی و قلی‌پور^۱، ۲۰۲۱). شوک‌های نااطمینانی اقتصادی تأثیرات منفی بر بازده قیمت نفت خام دارند، همچنین این شوک‌ها، بر شوک‌های اساسی در ایجاد تغییرات در بازده قیمت نفت در بحران مالی جهانی حاکم می‌گردد (لو، یی، وی و یانگ^۲، ۲۰۲۱). بی‌ثباتی اقتصادی موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده خواهد شد و در نتیجه آن فعالان اقتصادی نمی‌توانند چشم‌انداز روشن و شفافی از آینده ترسیم نمایند. این امر به ویژه بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی خواهد گذارد. از اینرو، ثبات اقتصادی از طریق کاهش قابل توجه نااطمینانی و پیشبرد برنامه‌ریزی بلندمدت کمک بسیاری به رشد واقعی اقتصاد می‌نماید (برگ بید، جعفری و صالح نژاد، ۱۴۰۰).

۲-۲- نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی

یکی از عوامل بازدارنده در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار عدم اطمینان سرمایه‌گذاران است، پیش‌بینی سرمایه‌گذاران از بازده سهام و ریسک نقش مهمی در تعیین سیاست‌های دولت ایفا می‌کند چراکه دولت‌ها سیاست‌های خود را نه صرفاً بر مبنای وضع موجود بلکه بر مبنای پیش‌بینی کوتاه‌مدت و بلندمدت از متغیرهای کلیدی اقتصادی نظیر شاخص سهام انجام می‌دهند (رستمی و همکاران، ۱۴۰۲). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی از طریق کانال‌های زیر بر قیمت دارایی‌ها یا بازده سهام تأثیر می‌گذارد؛ ۱- نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی ممکن است سبب تأخیر یا تغییر در تصمیم‌های مهم مانند اشتغال، سرمایه‌گذاری، مصرف، پس‌انداز اتخاذ شده توسط بنگاه‌ها و سایر عوامل اقتصادی شود (گولن و لون^۳، ۲۰۱۳). ۲- نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی به وسیله اثرگذاری بر کانال‌های عرضه و تقاضا، هزینه‌های تولید و تأمین مالی را افزایش می‌دهد و کاهش در سرمایه‌گذاری و رکود اقتصادی را تشدید می‌کند. ۳- نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی به طور خاص با کاهش حمایت‌های دولت از بازار موجب افزایش ریسک می‌شود (پاستور و ورونسی^۴، ۲۰۱۳). بنابراین انتظار می‌رود که تغییر در نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی جریان دارایی‌ها را از طریق جریان وجوه نقد مورد انتظار بنگاه‌ها و نرخ تنزیل تحت تأثیر قرار دهد. این اثرگذاری اخیراً توسط برخی مطالعات تأیید و تصدیق شده است. کانگ و رتی^۵ (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که افزایش در نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر اساس علیت گرنجر باعث افت بازده بازار سهام ایالات متحده می‌گردد.

آنتاناکاسیس^۶ (۲۰۱۳) بیان می‌کند که بین بازده بازار سهام آمریکا و نوسانات نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی همبستگی وجود دارد و افزایش نااطمینانی اقتصادی، بازده بازار سهام را کاهش می‌دهد. اینکه سیاست پولی چگونه باید به نوسانات شدید قیمت دارایی‌ها و بی‌ثباتی بازارهای مالی از جمله بازار سهام واکنش نشان دهند، مورد توجه قرار گرفته است. در این رابطه دو دیدگاه مهم وجود دارد؛ در دیدگاه اول یا دیدگاه قدیمی

¹ - Tajaddini and Gholipour (2021)

² - Lyu, Yi, Wei, Yang (2021)

³ - Gulen & Ion (2013)

⁴ - Pastor & Voronesi (2013)

⁵ - kang and Ratti (2013)

⁶ - Antonakakis (2013)

اعتقاد بر این است که ثبات قیمت‌ها در کنار ثبات محصول کل به عنوان اهداف اصلی بانک مرکزی، تضمین کننده ثبات مالی نیز می‌باشد. بی‌ثباتی سطح قیمت‌ها می‌تواند منجر به استنباط غلط در مورد بازدهی واقعی سرمایه‌گذاری آینده شود و این ممکن است باعث نقص و عیب در تصمیم‌گیری‌های قرض‌دهی و استقراض، افزایش نکول، به خطر افتادن سبد وام بانک‌ها و افزایش ورشکستگی بانک‌ها شود. لذا در تنظیم سیاست پولی ملاحظات مربوط به ثبات بازارهای مالی در حاشیه قرار می‌گیرد. طرفداران این دیدگاه معتقدند زمانی به تغییرات قیمت‌های دارایی واکنش نشان می‌دهند که اثر خود را بر ثبات محصول و قیمت گذاشته باشند (فازیو^۱، ۲۰۱۵).

اگر شرایط رکودی با سطح بالایی از نااطمینانی‌ها، به ویژه نااطمینانی مرتبط با سیاست‌گذاری اقتصادی همراه شود، این نااطمینانی‌ها تبدیل به عاملی کلیدی در گسترش رکود و کند کردن بازگشت از رکودهای دوره ای می‌شوند (بیکر، بلوم و دیویس^۲، ۲۰۱۶). طبق نظر طرفداران دیدگاه دوم، شواهد تجربی و نظریه‌های علمی نشان داده‌اند که ثبات قیمت‌ها نمی‌تواند به تنهایی شرایط کافی برای ثبات بازارهای مالی باشد. آن‌ها بیان می‌کنند که از دیدگاه تاریخی، بحران‌های مالی گذشته کم و بیش در زمانی بوجود آمدند که تورم در سطح پایین و باثبات قرار داشت و اتفاقاً این عدم ثبات مالی است که بازخورد منفی شدیدی را بر ثبات قیمت‌ها داشته است، زیرا بازارهای مالی به علت ماهیت‌شان خیلی سریع به سیاست پولی واکنش نشان می‌دهند. بنابراین اعتقاد دارند که سیاست‌گذاران پولی در اتخاذ سیاست پولی باید هدف ثبات مالی را در کنار اهداف سنتی خود قرار دهند. به عبارت دیگر بانک مرکزی باید سیاست پولی پیشگیرانه یا فعالانه را در دستور کار قرار دهد (بوردو^۳، ۲۰۱۷). عوامل مختلفی می‌توانند باعث بی‌ثباتی بازارهای مالی از جمله بازار سهام شوند که در این بین با توجه با تجربه بحران‌های بازار سهام در طول چند دهه گذشته، سیاست پولی نقش مهمی را در بوجود آمدن آن داشته است. با توجه به نقش بازار سهام در تامین مالی و همین‌طور به دلیل ماهیت سیال بودن و نقدشوندگی بالای این بازار، تاثیرپذیری بیشتر و سریع‌تری نسبت به بازار کالا و خدمات از سیاست‌های پولی دارد (اسونسون^۴، ۲۰۱۷). افزایش نرخ تسهیلات می‌تواند عامل دیگری باشد که به دلیل نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی رخ می‌دهد (اشرف و شن^۵، ۲۰۱۹). شواهد بین‌المللی در خصوص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی نشان می‌دهد عملکرد بنگاه‌های اقتصادی را مختل می‌کند (اقبال، گان و ندیم^۶، ۲۰۱۹). نااطمینانی سیاست اقتصادی به ریسک ناشناخته‌ای اشاره دارد که توسط سیستم‌های سیاسی و نظارتی ایجاد می‌شود. شایان ذکر است که فعالان بازار به شدت به این نااطمینانی واکنش نشان می‌دهند که می‌تواند عواقب شدیدی در اقتصاد در پی داشته باشد (چی و لی^۷، ۲۰۱۷)، (هوین، نصیر و نگوین^۱، ۲۰۲۰). نااطمینانی سیاست اقتصادی باعث افزایش ریسک‌پذیری

¹ - Fazio (2015)

² - Baker, Bloom and Davies (2016)

³ - Bordo (2017)

⁴ - Svensson (2017)

⁵ - Ashraf and Shen (2019)

⁶ - Iqbal, Gan and Nadeem (2019)

⁷ - Chi and Li (2017)

بانک‌ها و به تبع آن تاثیر نامطلوب بر فعالیتهای اقتصادی، ایجاد شکاف تولید، کسری بودجه دولت، اشتغال، استرس مالی، نوسانات قیمت سهام، جریان نقدی و نرخ ارز می‌گردد (تیواری، نصیر و شهباز^۲، ۲۰۲۰). در واقع افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی به عنوان یک عامل پیش‌بینی کننده رکود اقتصادی مطرح می‌گردد (نگوین^۳، ۲۰۲۲). نااطمینانی سیاست اقتصادی عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌گیرندگان و بانک‌ها را افزایش میدهد، زیرا بانک‌ها در خصوص ارزش آتی شرکت در آینده نامطمئن هستند، در نتیجه بانک‌ها در بلندمدت دچار بی‌ثباتی خواهند شد (ان‌جی، صفار، ژانگ^۴، ۲۰۲۰).

اعمال مقررات سخت‌گیرانه می‌تواند نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی را تعدیل کند، از اینرو بانک‌ها به نگهداری سرمایه بیشتر به منظور قابلیت جبران زیان در برابر پیامدهای نامطلوب ریسک پرتفوی اقدام می‌کنند (برمپی، کالیواس و نگوین^۵، ۲۰۱۸)، (داگر، آریچیا، لاون، راتنوسکی و تانگ^۶، ۲۰۲۰)، (لی، نصیر و هوین^۷، ۲۰۲۰). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی، ریسک بازار، ریسک تجاری و هزینه سرمایه را افزایش، ریسک‌پذیری بنگاه‌های اقتصادی و عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد (میرزا و احسن^۸، ۲۰۲۰)، (احسن، میرزا، جمره و فنگ^۹، ۲۰۲۱)، (ون، لی، شا و شاو^{۱۰}، ۲۰۲۰)، (سو، ژاو، ژو و تیان^{۱۱}، ۲۰۲۰). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی باعث کاهش مصرف خانوار، داشتن دارایی با نقدینگی بالا و بیمه تجاری، نشان‌دهنده کانال‌های مهمی در کاهش اثر منفی نااطمینانی بر مصرف می‌باشد (وو و ژاو^{۱۲}، ۲۰۲۱). سیاست‌های اقتصادی نقش مهمی در تعیین عملکرد و رشد بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌کنند، زیرا این سیاست‌ها بر اقتصاد تأثیر، شرایط و محیط عملیاتی شرکت‌ها را شکل می‌دهد. نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی تأثیر مستقیم بر رشد پایدار بنگاه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های آتی دارد. باتوجه به اعمال سیاست‌های اقتصادی جدید، رشد بنگاه‌های اقتصادی مختل می‌گردد و موجودیت آن‌ها را نیز تهدید می‌کند (احسن، میرزا، جمره و فنگ^{۱۳}، ۲۰۲۱). شوک‌های ناشی از نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی اثر بلندمدت منفی قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی دارند (تاج‌دینی و قلی‌پور، ۲۰۲۱). وو، یان، چن و ژون^{۱۳}، ۲۰۲۲) نشان دادند که ریسک‌پذیری سیاست‌های پولی در شرایط نااطمینانی اقتصادی تضعیف می‌گردد.

¹ - Huynh, Nasir, Nguyen (2020)

² - Tiwari, Nasir, Shahbaz (2020)

³ - Nguyen (2022)

⁴ - Ng, Saffar, Zhang (2020)

⁵ - Bermpei, Kalyvas, Nguyen (2018)

⁶ - Dagher, Ariccia, Laeven, Ratnovski, Tong (2020)

⁷ - Le, Nasir and Huynh (2020)

⁸ - Mirza, Ahsan (2020)

⁹ - Ahsan, Mirza, Al-Gamrh, Feng (2021)

¹⁰ - Wen, Li, Sha, Shao (2020)

¹¹ - Su, Zhou, Xue, Tian (2020)

¹² - Wu and Zhao (2021)

¹³ - Wu, Yan, Chen, Jeon (2022)

۲-۳- نااطمینانی مالی

در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی، قیمت دارایی به ریسک دارایی وابسته می‌باشد. در نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ^۱ که یکی از نظریه‌های تکامل یافته قیمت‌گذاری دارایی است، بر خلاف نظریه قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، ریسک سهام فقط متأثر از ریسک بازار نیست و عوامل متعددی بر ریسک و بازده سهام اثرگذار هستند. براساس نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ، منشاء ریسک سهام ناشی از دو منبع است؛ ۱- عنصر ویژگی‌های فردی که منحصر به هریک از سهام‌های مختلف بوده و عامل ریسک غیرسیستماتیک می‌باشند که با ایجاد تنوع در سبد دارایی می‌توان آن را از بین برد. ۲- عوامل اقتصاد کلان که بر هر اوراق بهادار تاثیرگذار است و نمی‌توان با تنوع‌سازی در سهام آن را از بین برد که عوامل ریسک سیستماتیک هستند. بنابراین در مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ، به جستجوی مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی که اثر سیستماتیک بر روی ریسک، در نتیجه قیمت و بازده انتظاری سهام دارند، پرداخته می‌شود (بیلی^۲، ۲۰۰۵). ریسک بازار پرتفوی، به عنوان احتمال وقوع زیان ناشی از عدم قطعیت درآمدهای پرتفوی معاملاتی یک موسسه مالی به واسطه تغییر در شرایط بازار شامل قیمت دارایی، نرخ بهره، نوسانات بازار و نقدینگی بازار تعریف می‌شود (کیقبادی و احمدی، ۱۳۹۵).

در مطالعات گوناگون از عوامل مختلف در قالب الگوی آربیتراژ استفاده شده است که از مهم‌ترین و رایج‌ترین آن‌ها می‌توان از تورم، نرخ بهره، پاداش ریسک، نرخ ارز، رشد حجم پول و تغییرات تولید ناخالص داخلی نام برد (رنزبرگ^۳، ۱۹۹۹). اقتصاددانان مالی الگوهای متفاوتی را برای اندازه‌گیری ریسک ارائه دادند. نظریه بازار سرمایه با بسط و تعمیم نظریه پرتفوی، مدلی را برای قیمت‌گذاری دارایی‌های ریسک‌دار استخراج می‌کند. پس از چالش‌هایی که مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با آن مواجه شد، مدل سه عاملی فاما و فرنچ توانست بسیاری از ناهمسانی‌های بازده را تبیین کند. بعد از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، فاما و فرنچ شواهدی را دال بر ناکامی‌های تجربی مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای مطرح کردند. فاما و فرنچ^۴، (۱۹۹۳) اظهار می‌کنند که در دنیای واقعی سرمایه‌گذاران به انواع مختلفی از ریسک توجه دارند، ولی در این میان سه عامل شامل ریسک بازار، ریسک اندازه شرکت و ریسک ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M) و اندازه شرکت نقش زیادی در توضیح بررسی تجربی خود دریافتند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M) و اندازه شرکت نقش زیادی در توضیح دادن تغییرات بازده‌های متوسط ایفا می‌کنند، در نتیجه مدل سه عاملی در سال ۱۹۹۳ ارائه گردید. باتوجه به مطالعه فاما و فرنچ، (۱۹۹۳)، کارارت^۵، (۱۹۹۷) و گرگوری و همکاران^۶، (۲۰۱۳) در مدل‌های سنتی قیمت

¹ - Arbitrage pricing theory

² - Bailey (2005)

³ - Rozenberg (1999)

⁴ - Fama and French (1993)

⁵ - Carhart (1997)

⁶ - Gregory et al (2013)

گذاری دارایی انتظار می‌رود میانگین بازده سهام به برخی از ویژگی‌های شناخته شده سهام شامل اندازه^۱، ارزش^۲، مومنتوم^۳ بستگی داشته باشد.

شواهد تجربی نشان می‌دهد نوسان‌های غیرقابل پیش‌بینی طیف وسیعی از شاخص‌های اقتصادی، یعنی شوک‌های کلان‌اقتصادی به دارایی مربوط می‌شود (گومز^۴، ۲۰۰۳)، (بلوم^۵، ۲۰۰۹)، (یورادو و همکاران، ۲۰۱۵). مطالعات السبرگ^۶، (۱۹۶۱)، اپشتاین و وانگ^۷، (۱۹۹۴)، چن و اپشتاین^۸ (۲۰۰۲)، اپشتاین و اشنایدر^۹، (۲۰۱۰) و بیانچی و همکاران^{۱۰}، (۲۰۱۴) نشان دادند نااطمینانی اقتصادی در مبحث قیمت‌گذاری دارایی‌ها و انتخاب پرتفولیو تاثیرگذار است.

یکی از عوامل موثر بر ریسک دارایی، قابلیت نقدشوندگی آن است. پاداش ریسک، پاداش ناشی از تحمل ریسک سیستماتیک است که سرمایه‌گذار نتوانسته با تشکیل پورتفولیوی سرمایه‌گذاری آن را از بین ببرد. به عبارت دیگر، پاداش ریسک یا بازده اضافی، مازاد نرخ بهره بدون ریسک می‌باشد که سرمایه‌گذار مطالبه می‌کند تا سهام را نگه دارد. بطور کلی، هرگونه اخبار منفی مربوط به این عوامل، موجب افزایش نااطمینانی و بی‌ثباتی در آینده و در نتیجه موجب افزایش پاداش ریسک (یا بازده انتظاری) آینده خواهد شد و از این طریق موجب تغییرات قیمت و بازده سهام می‌گردد (گوسپادینوف و جمالی^{۱۱}، ۲۰۱۵). در پژوهشی دیگر بالداسار و کامپو^{۱۲}، (۲۰۱۶) دریافتند شفافیت بازارهای مالی نقش اساسی در پایداری بازارهای سهامی دارند و بازارهای مالی با ایجاد مزیت رقابتی در شفافیت اطلاعات می‌توانند موجب پایداری بازارهای مالی شوند. تئوری آتی بیان می‌کند که بازار آتی و بازار نقدی همبستگی دارند و بازار آتی می‌تواند بازار نقدی را تثبیت کند (راگاوندرا و ولموروگان^{۱۳}، ۲۰۱۶).

با توجه به یکپارچگی بازارهای مالی جهانی، نااطمینانی اقتصادی جهانی تاثیر چشمگیری بر بازار آتی، بخصوص رابطه بین قیمت‌های بازار آتی و بازار نقدی دارد و عمدتاً از طریق اطلاعات ناشی از نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و متغیرهای کلان اقتصادی نشأت می‌گیرد (کمپبل، جیلیو، پولک و تورلی^{۱۴}، ۲۰۱۸).

لودویگسون و همکاران، (۲۰۱۹) نشان دادند که نااطمینانی مالی می‌تواند منبع احتمالی نوسانات چرخه تجاری باشد. همچنین بنگاه‌های اقتصادی نیز در مواجهه با شرایط نااطمینانی اقتصادی اهرم مالی را افزایش می‌-

¹ - Size

² - Value

³ - Momentum

⁴ - Gomes (2003)

⁵ - Bloom (2009)

⁶ - Ellsberg (1961)

⁷ - Epstein and Wang (1994)

⁸ - Chen and Epstein (2002)

⁹ - Epstein and Schneider (2010)

¹⁰ - Bianchi et al (2014)

¹¹ - Gospadinov and jamali (2015)

¹² - Baldassarre & Campo (2016)

¹³ - Raghavendra, Velmurugan (2016)

¹⁴ - Campbell, Giglio, Polk, Turley (2018)

دهند(شوارتز و دالماسیو^۱، ۲۰۲۰). نااطمینانی سیاست اقتصادی عاملی جهت بی‌ثباتی سیستم مالی می‌گردد(نگوین، ۲۰۲۱). مطالعات صورت گرفته حاکی از آن است که بنگاه‌های اقتصادی جهت مقابله با شرایط نااطمینانی اقتصادی و به منظور دستیابی به رشد مالی پایدار استراتژی تجاری مشخصی ندارند(احسن و همکاران، ۲۰۲۱).

بنگاه‌های اقتصادی معمولاً استراتژی‌های تجاری مختلفی را اتخاذ می‌کنند تا هرگونه نااطمینانی را که ممکن است بر عملیات تجاری آن‌ها تأثیر بگذارد، کاهش دهند(لیکر و رولت^۲، ۲۰۱۹)، (اونگساکول، نگکارونا، جیراپورن و اویار^۳، ۲۰۲۱). گوچیری و آلبینوفسکی^۴، (۲۰۲۱) استدلال می‌کنند که بنگاه‌های اقتصادی در شرایط بی‌ثباتی خط مشی را در نظر می‌گیرند که باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردد. لذا نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی منجر به کاهش نقدینگی سهام و افزایش کیفیت افشای اطلاعات باعث بهبود پیش‌بینی تحلیلگران مالی و تأثیر منفی افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد(فنگرونگ، ویلیام و لیندا^۵، ۲۰۲۲).

۴-۲- اعتماد بازار سهام

رویکرد مالی متعارف بر این فرض استوار است که افراد منطقی عمل می‌کنند، بازارها کاملاً کارآمد و و قیمت‌ها دارای رفتار تصادفی هستند. فرضیه بازار کارآمد^۶ (EMH) معرفی شده توسط یوجین فاما بیانگر این موضوع می‌باشد که قیمت‌ها همیشه منعکس کننده اطلاعات بازار و همچنین شکست در بازار ممکن نیست و بازدهی بالاتر سهام تنها با پذیرفتن سرمایه‌گذاران ناشی از ریسک‌های بالاتر امکانپذیر است. سرمایه‌گذاران دارای انتظارات عقلایی و قدرت تاثیرگذاری بر قیمت‌ها را ندارند. مفهوم بازار کارآمد بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات خرید و فروش خود تمامی اطلاعات مربوط را در قیمت سهام لحاظ خواهند کرد و قیمت سهام شاخص خوبی برای تعیین ارزش سرمایه‌گذاری است. (فاما^۷، ۱۹۷۰). فرض اول؛ سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند که احساسات به صورت اعتقاد به جریان‌های نقد آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری ایجاد نشده بر اساس حقایق در دسترس، تعریف شده است. فرض دوم؛ آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پریسک و پرهزینه است. بنابراین، سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی پرتکاپو نیستند. مالی رفتاری مدرن نیز اعتقاد دارد محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد(حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

¹ - Schwarz, Dalmacio (2020)

² - Laker, Roulet (2019)

³ - Ongsakul, ngkaruna, Jiraporn, Uyar (2021)

⁴ - Gucerı and Albinowskiv (2021)

⁵ - Fengrong, William, Linda (2022)

⁶ - Efficient Market Hypothesis

⁷ - Fama (1970)

مطالعات انجام شده در سال‌های بعد نشان داد که مدل‌های EMH و قیمت‌گذاری مبتنی بر EMH قادر به توضیح برخی از نوسانات نیستند. برخی از ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازارهای مالی به ویژه در بازارهای سهام مشهود انحرافات از نظریه بازار کارآ است، مطالعات مالی رفتاری^۱، در توضیح انحرافات بوجود آمده ناشی از تأثیرات رفتارهای انسانی در نوسانات بازار سرمایه و سوء ظن در مورد فرضیه بازار کارآ منجر به عاریه گرفتن برخی از مفاهیم دیگر رشته‌های علوم اجتماعی مانند روانشناسی، جامعه‌شناسی، عصب‌شناسی، برای درک رفتار اوراق بهادار مطرح گردید. (باربریس و تالر^۲، ۲۰۰۳).

در دهه ۱۹۹۰، برخی از محققان بر روی مدل‌های در حال توسعه روانشناسی انسان در بازارهای مالی و با تمرکز بر تحلیل‌های اقتصادسنجی سری‌های زمانی روی قیمت‌ها، سود سهام، درآمدهای ناشی از آن و مباحث مالی رفتاری مطالعه نمودند. یکی از دو عنصر اصلی مالی رفتاری مربوط به بازار است؛ با توجه به فروض مالی رفتاری، بازار کاملاً کارآ نیست و سرمایه‌گذاران ممکن است از امکانات آربیتراژ نامحدود استفاده نکنند (اشملینگ^۳، ۲۰۰۹).

احساسات سرمایه‌گذاران عبارتست از انتظار آنان در مورد جریان نقد و ریسک‌های آتی مرتبط با آن، برآیند احساسات سرمایه‌گذاران پیش‌بینی آن‌ها از صعودی یا نزولی بودن روند بازار در کوتاه مدت را رقم می‌زند که در تاریخ بازار سهام این پیش‌بینی مبتنی بر احساسات موجب بروز حوادث متعددی از جمله حبایی شدن و سقوط بازار شده است. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به آینده بازار مثبت باشد، حاضرند سهام را حتی به قیمت بالاتر از ارزش ذاتی خود خریداری کنند و بازار به سمت حبایی شدن پیش می‌رود و هنگامی که بدبینی نسبت به آینده حاکم باشد، سهام ارزان فروخته می‌شود که پیامد آن سقوط بازار و تحمیل هزینه‌های گزاف است. احساسات سرمایه‌گذاران از پدیده‌های روانشناختی نشأت گرفته و باعث می‌شوند افراد از رفتار منطقی فاصله بگیرند. البته این به معنای رفتار غیرمنطقی دائمی در بازار نیست و اهمیت آن تنها زمانی زیاد می‌شود که شدت احساسات فزونی پیدا کند (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۰).

مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران بر اساس انگیزه‌های روانی تصمیم‌گیری می‌کنند و این تصمیمات بر بازارهای مالی تأثیرگذار، لذا می‌بایست تعامل نزدیکی بین رفتارهای انسانی و پارامترهای کلان اقتصادی وجود داشته باشد. دولت‌ها، بانک‌های مرکزی و سایر نهادهای نظارتی توجه ویژه‌ای به مدیریت انتظارات و تصورات احساسات مصرف‌کننده و سرمایه‌گذار دارند، این دو شاخص که انتظارات و ادراکات را نشان می‌دهند از ابعاد مهم مدیریت انتظارات بشمار می‌آید (کال و آکایا^۴، ۲۰۱۵).

اطمینان بیش از حد یک پدیده شناخته شده و مستند شده در روانشناسی است. روانشناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری فرااطمینانی را به عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار

^۱ - Behavioral finance

^۲ - Barberis and Thaler (2003)

^۳ - Schmeling (2009)

^۴ - Kale & Akkaya (2015)

دقیق است (بیش از آنچه که واقعیت دارد) به نظر هاید^۱، متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از اطمینان بیش از حد ارائه داده اند. نخست افراد برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم؛ افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعا هست، می‌بینند. در هر یک از موارد، کارگزاران اقتصادی بر این باور هستند که اطلاعاتشان دقیق‌تر از دیگران است. در حال حاضر، اقتصاددانان مالی بیشتر علاقه‌مند شده‌اند تا بازتاب فرااطمینان را بر روی تصمیمات مالی و عملکرد بازارهای مالی مشاهده کنند. اطمینان بیش از حد آنچنان پدیده روانشناختی قوی است که تجربه نیز نمی‌تواند آن را حذف کند (آلن و ایونس^۲، ۲۰۰۵).

این رویکردها منجر شده است که بسیاری از اقتصاددانان اطمینان بیش از حد را به عنوان ارزیابی بیش از واقع میانگین و ارزیابی کمتر از واقع واریانس توزیع اطلاعات تعریف کنند. ادن^۳، اطمینان بیش از حد را به عنوان بروزآوری آریبی عقاید در برابر پراکندگی تعریف کرده‌اند. اما همه تحقیقات بر این موضوع توافق نظر دارند که فرا اطمینان می‌تواند تداوم یابد چراکه بازارهای مالی عناصری نظیر وظایف پیچیده، اطلاعات چکیده، بازخورکند و نتایج وابسته به مهارت درخود دارند که موجبات چنین ویژگی‌های رفتاری را فراهم می‌آورد. مهم‌ترین علت مبادلات بیش از حد، اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران است که یک پدیده روانشناسی بوده و با استفاده از چندین متغیر سطح آن برازش می‌شود. پراهمیت‌ترین این متغیرها عبارتند از: تخمین بیش از حد دقت اطلاعات، توهم کنترل و اثر بهتر از متوسط. حجم مبادلات در بازارهای مالی با تعداد سفارشات خرید، تعداد مبادلات و نرخ گردش مبادلات سنجیده می‌شود. یکی دیگر از تورش‌های رفتاری سهامداران که اخیراً مورد توجه پژوهشگران حوزه مالی رفتاری قرار گرفته است اثر تمایلی می‌باشد که یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری است که بیان‌کننده موقعیت فرد در هنگام تصمیم‌گیری را نشان می‌دهد. بر اساس این دیدگاه، چنانچه سرمایه‌گذار در موقعیت سود باشد به سرعت اقدام به فروش سهام کرده و در مقابل چنانچه که سهام در موقعیت زیان باشد آن را به مدت طولانی نگهداری خواهد کرد (حیدری فر و کیقبادی، ۱۳۹۷).

شاخص‌های اعتماد بازار سهام ایالات متحده^۴ توسط دانشگاه ییل امریکا^۵؛ مدرسه مدیریت مرکز بین المللی مالی از سال ۲۰۰۲ الی ۲۰۲۲ ارائه گردیده است. این شاخص شامل متغیرهایی به شرح زیر می‌باشد؛

۱- شاخص اعتماد یک ساله^۶؛ میزان پیش‌بینی و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات بازده سهام طی بازه زمانی یکساله را ارائه می‌کند، عدد ۰ کمترین و عدد ۱۰۰ بیشترین بازده را بصورت درصد نشان می‌دهد.

۲- شاخص اعتماد سقوط^۷؛ میزان پیش‌بینی و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به احتمال سقوط فاجعه بار سهام (همانند اکتبر ۱۹۲۹ و اکتبر ۱۹۸۷) در شش ماهه آینده را ارائه می‌کند، عدد ۰ نشان دهنده عدم سقوط و عدد ۱۰۰ سقوط سهام را نشان می‌دهد.

¹ - Hvide

² - Allen and Evans (2005)

³ - Odean

⁴ - United States Stock Market Confidence Indices

⁵ - Yale University

⁶ - One-Year Confidence Index

⁷ - Crash Confidence Index

۳- شاخص اعتماد خرید قیمت پائین^۱؛ در صورت کاهش ۳ درصدی ارزش بازار در یک روز، میزان پیش‌بینی و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به بازگشت ارزش بازار طی روزهای آینده را ارائه می‌کند؛ عدد ۰ نشان دهنده روند کاهشی عدم بازگشت ارزش بازار و عدد ۱۰۰ نشان دهنده افزایش ارزش بازار و بازگشت را نشان می‌دهد.

۴- شاخص اعتماد ارزش‌گذاری^۲؛ میزان پیش‌بینی و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام؛ با توجه به دو مولفه ارزش سرمایه‌گذاری معقول^۳ و ارزش بنیادی واقعی^۴ (ارزش ذاتی^۵) را ارائه می‌کند؛ عدد ۰ نشان دهنده کاهش قیمت سهام و عدد ۱۰۰ افزایش قیمت سهام را نشان می‌دهد.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- مطالعات خارجی

در این خصوص پانتا^۶، (۲۰۰۲) با بررسی ارتباط میان متغیرهای کلان و بازده سهام و تأثیر آنان بر میزان ثبات و پایداری بازار سهام ایتالیا دریافت که رابطه بین عوامل کلان اقتصادی و بازده سهام در این کشور ناپایدار است. علاوه بر این، کانسوالندی (۲۰۰۹) تجزیه و تحلیل میزان پایداری بازده سهام داوجونز در مقایسه با شاخص‌های مختلفی نظیر سرمایه‌گذاری اجتماعی و شاخص‌های مکمل جایگزین اثبات نمودند که اطلاع داشتن از میزان پایداری بازار سهام باعث افزایش نهاده‌ای سرمایه‌گذاری می‌شود.

چانگ^۷، (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای به بررسی پایداری شاخص سهام داوجونز در اثر ورود و خروج شرکت‌های آمریکایی دریافت که ورود و خروج شرکت‌ها بر میزان بازدهی و پایداری شاخص داوجونز اثر معناداری ندارد. براساس مطالعه ابرندرفر و همکاران^۸، (۲۰۱۳) بر اساس مدل فاما و فرنچ و با استفاده از الگوی واریانس ناهمسانی شرطی خود رگرسیون تعمیم یافته دریافتند که ورود شرکت‌های جدید به بازار سهام داوجونز ممکن است اثرات منفی عمیقی بر عملکرد پایداری شاخص سهام داشته باشد.

دسوزا کانها و سامانز^۹، (۲۰۱۳) طی تحقیقی دریافتند که هر چند که سرمایه‌گذاری‌های پایدار موجب افزایش نقدینگی و کاهش ریسک شاخص سهام برزیل می‌شود اما این نوع سرمایه‌گذاری در تخصیص سرمایه در برزیل ممکن است موجب کاهش بازده و جذابیت‌های ریسک در بازار سهام شود.

هوانگ و همکاران^{۱۰}، (۲۰۱۵) به بررسی نقش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی بازده آتی پرداختند. با حذف اجزای مشترک در شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخصی که در پژوهش ارائه

¹ - Buy-on-Dips Confidence Index

² - Valuation Confidence Index

³ - Sensible Investment Value

⁴ - True Fundamental Value

⁵ - Intrinsic Value

⁶ - Panetta (2002)

⁷ - Cheung (2011)

⁸ - Oberndorfer et al (2013)

⁹ - De Souza Cunha & Samanez (2013)

¹⁰ - Huang, Jiang, Tu & Zhou (2015)

گردید از قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بیشتری برخوردار است؛ نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که شاخص‌های گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به طور معناداری هم از نظر اقتصادی و هم از نظر آماری قابلیت پیش‌بینی -کنندگی بازده آتی و بازده مقطعی آتی را دارد. همچنین گرایش‌های احساسی از قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی نیز برخوردار است؛ بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذاری معناداری بر بازده و جریان‌های نقدی آتی دارد.

زیا و هاشمی^۱، (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار کراچی پاکستان بر اساس ساختار داده‌های پانل پرداخت در این پژوهش برای اندازه‌گیری اثر تمایلی از میانگین دوره نگهداری استفاده کرده‌اند. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان داد که بازده سهام و عدم نقدشوندگی با میانگین دوره نگهداری به ترتیب رابطه منفی و مثبت دارد که نشان دهنده وجود اثر تمایلی در بازار سرمایه پاکستان می‌باشد همچنین نتایج نشان داد که اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم بر اثر تمایلی سرمایه‌گذاران دارد.

دباتا و همکاران^۲، (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار سهام در کشورهای منتخب نوظهور مربوط به ۹۱ کشور طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۵ نتایج تخمین حاکی از آن است که احساسات سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. همچنین از آزمون علیت گرنجر به منظور تبیین رابطه علی بین احساسات سرمایه‌گذار و نقدشوندگی بازار سهام استفاده نموده‌اند که نتیجه‌اش حاکی از آن است که یک رابطه علی یک طرفه از سمت احساسات سرمایه‌گذار به سمت نقدشوندگی بازار سهام وجود دارد و به این نتیجه دست یافته‌اند که احساسات سرمایه‌گذاران علت وقوع نقدشوندگی بازار سهام است و نقدشوندگی بازار سهام موجب شدیدتر شدن احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سهام کشورهای مورد مطالعه آن‌ها نشده است.

راپانده و همکاران^۳، (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر نوسانات عایدی سهام پرداختند و از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، روش گارچ و همچنین داده‌های ماهانه بورس ژوهانسبورگ در بازه زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۸ استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که ارتباط معنی‌داری بین احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات عایدی سهام وجود دارد و بنابراین مالی رفتاری می‌تواند رفتار عایدی سهام در بورس ژوهانسبورگ را توضیح دهد.

هو و همکاران^۴، (۲۰۱۹) در پژوهشی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران بر نقد شونددگی بازار سهام در کشور چین را مطالعه کردند. نتایج تجربی پژوهش آن‌ها نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار تأثیر مثبت بر نقدشوندگی بازار سهام دارد. همچنین توانایی شناخت اطلاعات بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر منفی دارد. همچنین، حجم زیاد

¹ - Zia & Hashemi (2016)

² - Debataa, Byomakesh, Ranjan Dashb, Saumya., Mahakud, Jitendra (2017)

³ - Rupande, Hilary & Muzindutsi (2019)

⁴ - Hu, Zhong & CAI (2019)

و انفجاری اطلاعات در بازار صعودی باعث افزایش نقدینگی می‌شود درحالی‌که این تأثیر در بازار نزولی ضعیف است.

پی این و لی^۱، (۲۰۱۹) در پژوهشی به مطالعه تجربی احساس سرمایه‌گذار در پیش‌بینی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تایوان طی یک دوره ۴ ساله (۲۰۱۲-۲۰۱۶) پرداخته‌اند. در این پژوهش متغیر احساسات سرمایه‌گذار با استفاده از شاخص اعتماد به نفس مصرف‌کننده و شاخص نوسانات بازار و همچنین متغیر پیش-بینی بازده سهام با استفاده از نرخ بازده کوتاه‌مدت، نرخ متوسط بازده بلندمدت، نرخ گردش مالی و نسبت درآمد به قیمت اندازه‌گیری شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بین شاخص‌های احساسات سرمایه‌گذار با متغیرهای پیش‌بینی بازده سهام (نرخ بازده کوتاه‌مدت، نرخ متوسط بازده بلندمدت، نرخ گردش مالی و نسبت درآمد) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

یائو و لی^۲، (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای به بررسی ساختار تقدم-تأخر بین تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران و بازار سهام پرداخته‌اند. در گام اول، براساس تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی، چهار شاخص برای شاخص تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران انتخاب کرده است. نتایج مطالعه نشان داد که در کوتاه‌مدت، تمایلات رفتاری سرمایه‌گذار از جایگاه پیشرو در بازار سهام برخوردار است که این امر ممکن است مربوط به اثر گله و رفتار خرید برندگان باشد. اما در یک بازه زمانی طولانی‌تر، تمایلات رفتاری سرمایه‌گذار عمدتاً تحت تأثیر نوسانات بازار سهام قرار دارد که ممکن است مربوط به وجود نوسانات چرخه‌ای در بازار و آربیتراژهای آتی باشد.

هسو، لی و لین^۳، (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر ناطمینانی بازار سهام بر همبستگی‌های بازده سهام و اوراق قرضه، معاملات آتی و نوسانات مالی امریکا پرداختند.

نتایج نشان می‌دهد شاخص پیوستگی نوسانات مؤسسات مالی ایالات متحده اطلاعات بیشتری را برای توضیح همبستگی بین بازده سهام و اوراق قرضه نسبت به شاخص و قیمت‌های آتی برای مدل‌های خطی و غیرخطی ارائه می‌کند. تحلیل رگرسیون غیرخطی نشان می‌دهد که همبستگی‌های منفی بازده سهام و اوراق قرضه ناشی از فرار سرمایه‌گذار به ایمنی، زمانی که معیارهای ناطمینانی بازار سهام بسیار بالا هستند، کمتر مشخص می‌شود.

ما، یانگ و سو^۴، (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای به بررسی نقش میانگین متحرک حجم معاملات بر قیمت‌گذاری دارایی می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد فاصله بین میانگین‌های متحرک کوتاه‌مدت و بلندمدت حجم معاملات به شدت و بصورت منفی بازده سهام چین را پیش‌بینی می‌کند. همچنین بازار سهام نسبت به اطلاعات میانگین‌های متحرک کوتاه‌مدت و بلندمدت حجم معاملات بیش از حد واکنش نشان می‌دهد. اثر میانگین‌های متحرک کوتاه‌مدت و بلندمدت در سهام با محدودیت‌های آربیتراژ بالا مشاهده گردیده است.

¹ - Pei-En, Lee (2019)

² - Yao & Li (2020)

³ - Hsu, Lee, Lien, (2020)

⁴ - Ma, Yang, Su (2021)

لی، ژا، چن، دینگ و وانگ^۱، (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر نااطمینانی و محدودیت‌های تأمین مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار شانگ‌های چین پرداختند و مشخص گردید نااطمینانی نه تنها سرمایه‌گذاری شرکت را به طور مستقیم محدود می‌کند، بلکه سرمایه‌گذاری شرکت را از طریق افزایش محدودیت‌های تأمین مالی به طور غیر مستقیم کاهش می‌دهد.

هانگ، وو و گو^۲، (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ریسک‌پذیری بازار سرمایه در چین پرداختند. نتایج حاکی از آن است که تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه در شرایط نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با تأخیر مواجه می‌شوند. همچنین میزان احتمال موفقیت خروج سرمایه در شرایط نااطمینانی کاهش می‌یابد.

شمس، گوناسکراج و ولایوتهم^۳، (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر ارزشگذاری بازار در کشور استرالیا پرداختند و نتایج نشان می‌دهد که ارتباط منفی بین نااطمینانی سیاست اقتصادی و بازده غیرعادی سهام می‌باشد. از اینرو با افزایش نااطمینانی، سهامداران حق بیمه بیشتری پرداخت، سرعت معاملات افزایش، که بیانگر بازده قابل توجه سهامداران در بلندمدت می‌باشد.

تاباش، فاروق، اشفق و تیواری^۴، (۲۰۲۲) به بررسی نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و ساختار تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی ۶ اقتصاد آسیا پرداختند. نتایج نشان می‌دهد نااطمینانی تأثیر منفی بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد در حالی که رابطه مثبتی با تأمین مالی از طریق سهام دارد. همچنین بخش صنعت با روندهای مالی پویا با نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی مواجه است. نوسانات سیاست می‌تواند برخی از گزینه‌های تأمین مالی را که ممکن است در موقعیت‌های خاص مفید واقع شوند را باز دارد.

علی، هگزلی^۵، (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر تغییرات سود سهام بر ریسک قیمت سهام، بازده سهام در هند پرداختند. با توجه به نظریه‌های سیاست تقسیم سود و قیمت‌گذاری دارایی، نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که تغییرات سود مثبت باعث بازده سهام بالاتر می‌شود، زیرا اطلاعات جدیدی را در مورد سودآوری آتی شرکت، که توسط نظریه سیگنال‌دهی سود ارائه شده است، منتقل می‌کنند.

۳-۲- مطالعات داخلی

عباسیان و همکاران، (۱۳۹۱) با استفاده از داده‌های فصلی با بکارگیری مدل‌های واریانس شرطی و مدل خود رگرسیون برداری به بررسی رابطه بین نااطمینانی شاخص کل قیمت بازار سهام با نقدینگی و سایر متغیرهای کلان و قیمت دارایی‌های رقیب پرداخته است. نتایج نشان دهنده این است که رشد نقدینگی به عنوان شاخصی برای

^۱ - li, Xia, Chen, Ding, Wang (2021)

^۲ - Huang, Wua, Guoc (2021)

^۳ - Shams, Gunaskerage, Velayutham (2022)

^۴ - Tabash, Farooq, Ashfaq, Tiwari (2022)

^۵ - Ali, Hegazy (2022)

وضعیت سیاست پولی تأثیری بر نااطمینانی بازار سهام نداشته است و نااطمینانی خود بازار سهام بیشترین سهم را در توضیح نااطمینانی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد.

بهار مقدم و کوارویی، (۱۳۹۱) در کنار متغیرهای روزها و ماه‌های سال، تأثیر متغیرهای تولید و تورم بر بازده سهام در بورس تهران را بررسی کرده‌اند. آن‌ها از داده‌های فصلی و رگرسیون چند متغیره استفاده کرده و نشان دادند که هیچگونه ارتباط معنی‌داری بین متغیرهای کلان اقتصادی و بازده فوق‌العاده فصلی وجود ندارد.

عسکری راد، (۱۳۹۲) به بررسی اثر عامل مومنتوم بر توان توضیحی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق از الگوی چهار عاملی کرهاوت برای افزایش توان توضیح دهندگی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که پورتفوی سهام رشدی در مقایسه با پورتفوی سهام ارزشی و همچنین پورتفوی سهام برنده در مقایسه با پورتفوی سهام بازنده، بازده‌های بزرگتری دارند، اما در باره عامل اندازه روند روشنی مشاهده نشده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد افزودن عامل مومنتوم به الگوی سه عاملی فاما و فرنچ باعث افزایش توان توضیحی الگو می‌گردد.

اکبری روشن و شاکری، (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای با استفاده از داده‌های فصلی اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام را بررسی کردند. نتایج مطالعه آن‌ها حاکی از این است که مخارج دولت و نقدینگی به عنوان شاخصی برای وضعیت سیاست پولی تأثیری بر توسعه بازار مالی ندارد ولی ساختار بازار اثر معناداری بر توسعه بازار مالی دارد.

آل عمران، (۱۳۹۲) تأثیر رشد نامنظم حجم نقدینگی بر بازار سهام تهران را با استفاده از داده‌های فصلی بررسی نموده‌اند. آن‌ها با بهره‌گیری از الگوی *GARCH* و تکنیک رگرسیون ساده، نشان دادند که رشد نقدینگی تأثیر مثبت و معنی‌دار و بی‌ثباتی رشد نقدینگی تأثیر منفی و معنی‌دار بر شاخص کل بورس تهران دارد.

سیف‌اللهی و همکاران، (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی این تحقیق به تأثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش‌اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه‌کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی و در نهایت بررسی مقایسه‌ای این عوامل می‌باشد. نتایج حاصل نشان می‌دهد که تمام عوامل به غیر از عامل بیش‌اطمینانی روی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد؛ رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه‌کاری، ۴- رفتار توده وار، ۵- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان‌گریزی

بشیری و همکاران، (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط سیاست پولی و نوسانات بازار سهام در ایران با استفاده از مدل تعادل عمومی پویای تصادفی پرداختند. در تحقیق آن‌ها نقش سیاست‌گذاری پولی در دو رژیم پولی شامل قاعده سیاستی رشد حجم پول و قاعده تیلور با ضرایب سنتی و بهینه، در قالب مدل کینزی جدید با لحاظ چسبندگی دستمزدها و قیمت‌های اسمی برای اقتصاد ایران مدل سازی شده است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که با استفاده از قاعده ساده بهینه‌سازی پولی و تعیین بهینه ضرایب قاعده تیلور پولی با لحاظ نوسانات

قیمت سهام در قاعده سیاستی بانک مرکزی می‌توان تابع زیان بانک مرکزی را کاهش داد و لزوم دخالت سیاست-گذار پولی در شرایط حباب قیمت بازار سهام در اقتصاد را تایید می‌نماید.

صالحی و صالحی، (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان مقایسه توان توضیح دهنده‌ی مدل‌های سه‌عاملی و پنج‌عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام ارزشی و رشدی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد تحلیل داده‌های ترکیبی و رگرسیون چند متغیره نشان دادند که مدل پنج‌عاملی فاما و فرنچ دارای قدرت توضیح دهنده‌ی بیشتری نسبت به مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام شرکت‌های رشدی و ارزشی می‌باشد. همچنین نتایج حاکی از آن است که این تاثیر در شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران قویتر است.

رضازاده، (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله حجم نقدینگی بر بی‌ثباتی بازدهی سهام بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج تحقیق او نشان می‌دهد که نرخ رشد عرضه پول و تغییرات لگاریتمی نرخ ارز تاثیر مثبت و معنی‌دار بر بی‌ثباتی بازدهی سهام داشته و نرخ تورم تاثیر مثبت ولی غیر معنی‌دار بر بی‌ثباتی سهام دارد. همچنین تاثیر نرخ رشد تولیدات صنعتی بر بی‌ثباتی بازدهی سهام منفی و معنی‌دار بوده است.

دادرسی و همکاران، (۱۳۹۷) به بررسی نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. هدف این مطالعه شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار فردی و همینطور شناسایی تورش‌های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران از طریق مرور جامع تحقیقات انجام شده در ایران و مقایسه آن‌ها با نتایج تحقیقات در بازارهای مالی سایر کشورها می‌باشد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که تحقیقات داخلی و خارجی، نسبتاً عوامل مؤثر مشابهی را همچون نسبت‌های مالی، توصیه‌ها، تورش‌های رفتاری و ... شناسایی کرده‌اند. همچنین تاکنون تاثیر عوامل دموگرافیک بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران، مطالعه نشده است.

اسدی و همکاران، (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در طی سالهای ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ پرداختند. برای بررسی فرضیه‌های این پژوهش از تحلیل رگرسیون ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و معیارهای مختلف خطر سقوط قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ به بیان دیگر با افزایش شاخص آرمز که نشانگر احساسات سرمایه‌گذاران است، خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. نتایج همچنین حاکی از تأثیر منفی و معنادار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در ارتباط فوق است و ارتباط معناداری بین متغیرهای نسبت بدهی، نسبت سودآوری و اندازه شرکت با خطر سقوط سهام مشاهده نشد.

بهارمقدم و همکاران، (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سود مورد انتظار و تحلیل مدل ارزیابی سود باقیمانده به ارائه مکانیزمی نظری در این زمینه با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه پرداختند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۷۰ نمونه طی یک دوره زمانی ۸ ساله ۱۳۸۷-۱۳۹۴ بوده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در دوره‌هایی که سرمایه‌گذاران احساساتی-تر هستند، تمایل دارند پیش‌بینی‌های خوشبینانه‌تری برای نرخ رشد سود مورد

انتظار داشته باشند و این انتظارات خوشبینانه منجر می‌شود تمایلات سرمایه‌گذاران نرخ رشد سود مورد انتظار را تغییر دهد و سپس بر اطلاعات حسابداری و قیمت سهام تأثیر بگذارد.

رستمی‌جاز و همکاران، (۱۳۹۸) تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

اصغری، (۱۳۹۹) طی پژوهشی با عنوان "تجزیه و تحلیل رابطه علی بین احساسات سرمایه‌گذار و درجه نقدشوندگی بازار سهام" به بررسی این موضوع پرداختند. برای این امر داده‌های مربوط به ۱۴ کشور مورد مطالعه طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۲۰۱۸ استخراج گردید. نتایج نشان داد که بالا بودن سطح نقدینگی بازار در سال قبل، تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری دارد. احساسات سرمایه‌گذار بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. آزمون علیت گرنجر نیز مؤید این نتیجه در هر سه مدل می‌باشد. بر اساس نتایج، احساسات سرمایه‌گذار در کشورهای مورد مطالعه تأثیر مثبت بر حجم معاملات بازار سهام داشته و می‌تواند حجم معاملات و نقدینگی بازار سهام را افزایش دهد. بنابراین، بخشی از رشد نقدینگی وارد بازار سهام شده و توانسته است حجم معاملات در این بازار را افزایش دهد.

صامتی، شریفی رنانی و همکاران، (۱۳۹۹) در پژوهشی به تحلیل اثر اعتماد سرمایه‌گذاران بر مکانیزم انتقال سیاست پولی و رشد اقتصاد بدون صادرات نفت خام در ایران طی بازه زمانی ۱۳۷۰-۱۳۹۵ پرداختند. نتایج بدست آمده وجود همبستگی مثبت نوسانات اقتصاد کلان بدون نفت، با نسبت اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. همچنین نوسانات حجم نقدینگی تأثیر منفی بر نسبت اعتماد سرمایه‌گذاران می‌گذارد. نتایج پژوهش از تأثیر گرانجری دو طرفه بین نوسانات اقتصاد کلان بدون صادرات نفت خام و حجم نقدینگی حکایت دارد و سیاست پولی قادر به تأثیرگذاری مستقیم بر اعتماد سرمایه‌گذاران و نوسانات آن تنها در بلندمدت می‌باشند.

تقوی و همکاران، (۱۴۰۱) به پیش‌بینی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از نسبت‌های مالی با تکیه بر روش تجزیه و تحلیل مولفه‌های اساسی پرداختند. هدف از انجام این پژوهش بکارگیری نسبت‌های مالی جهت پیش‌بینی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است. برای پاسخ به سوالات پژوهش از داده‌های مربوط به ۹۷ نسبت مالی متعلق به ۱۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۷ استفاده شده است. به منظور استخراج نسبت‌های مالی تأثیرگذار از روش الگوریتم تحلیل مولفه همسایگی بهره گرفته شده که در نهایت منجر به انتخاب ۷ نسبت گشته است. برای سنجش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از ۴ شاخص قدرت نسبی، خط روان‌شناسانه، حجم معاملات و نرخ تعدیل گردش سهام بهره گرفته شده که در نهایت به کمک روش تجزیه و تحلیل مولفه‌های اساسی اقدام به ترکیب این شاخص‌ها نموده‌ایم. نتایج حاکی از

آن بوده است که نسبت‌های درصد تغییرات فروش، سود خالص به دارایی و نسبت تغییرات موجودی به تغییرات فروش تاثیر مثبت و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول؛ نااطمینانی اقتصادی در بازده سهام تاثیر منفی دارد.
فرضیه دوم؛ نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی در بازده سهام تاثیر منفی دارد.
فرضیه سوم؛ نااطمینانی مالی در بازده سهام تاثیر منفی دارد.
فرضیه چهارم؛ شاخص‌های اعتماد بازار سهام در بازده سهام تاثیر مثبت دارد.

۵- بحران اقتصاد امریکا

در سال ۲۰۲۰، اقتصاد ایالات متحده بدترین شوک اقتصاد کلان خود را به دلیل شیوع کووید ۱۹ تجربه کرده است که با رکود اقتصادی شدید در سال ۱۹۳۲ برابری می‌کند که علاوه بر این نسبت به بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ نیز شوک شدیدتر بوده است. در سه ماهه دوم سال ۲۰۲۰ شاخص‌های اقتصادی سقوط کردند. به دنبال رکود شدید قانون طرح نجات آمریکا در سال ۲۰۲۱ تصویب گردید که به دنبال آن شاخص اعتماد مصرف کننده افزایش یافت. نرخ بیکاری در آوریل ۲۰۲۰، ۱۴.۸٪ و در آوریل ۲۰۲۱ به ۶.۱٪ کاهش یافت و پیش‌بینی گردیده است در آوریل ۲۰۲۲ به ۴.۸٪ کاهش می‌یابد.

مصرف بخش خانوار که بیش از دو سوم تولید را در سال ۲۰۱۹ تخصیص داده است در سال ۲۰۲۰ در سه ماه نخست ۶.۹٪ و سه ماهه دوم ۳۳.۲٪ و در سه ماه سوم ۴۱٪ افزایش یافت. در سال ۲۰۲۱ سه ماهه اول ۵۴٪، روند افزایشی ادامه داشته است. نرخ سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۲۰ نسبت به سال گذشته ۴٪ کاهش، مخارج دولت و سرمایه‌گذاری بخش دولتی نسبت به سال ۲۰۱۹ ۱.۱٪ افزایش یافت. سیاست‌های اتخاذ شده در فدرال رزرو در این راستا را می‌توان به سه قسمت زیر اشاره نمود؛ سیاست‌های پولی انبساطی (کاهش بودجه فدرال، کاهش نرخ بهره بین بانکی)، ثبات بازارهای مالی، سهولت اعطای تسهیلات. همچنین نرخ GDP در سال ۲۰۱۹، ۲.۵٪، ۲۰۲۰، ۲.۵٪، ۲.۵٪، در سال ۲۰۲۱، ۳.۱٪ و پیش‌بینی گردید در سال ۲۰۲۲ به ۳٪ برسد. به دلیل خارج شدن اقتصاد از رکود، نرخ بهره اوراق خزانه در سال ۲۰۲۰ به ۲٪ افزایش، در سال ۲۰۲۱، ۱.۲٪ رسید. همچنین افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت و حق بیمه سرمایه‌گذارانی که متعهد به نگهداری اوراق بهادار بلند-مدت هستند اعمال گردید. در نهایت پیش‌بینی گردیده است که تورم طی بازه زمانی بلندمدت باز خواهد گشت. تورم در سال ۲۰۲۰، ۱.۲٪، سه ماهه آخر ۲۰۲۱ به ۲٪ رسید. پیش‌بینی گردیده است از سال ۲۰۲۴ الی ۲۰۳۱ در نرخ ۲.۳٪ تثبیت گردد.^۱

^۱ - Office of Management and Budget the White House Washington (2022)

۶- معرفی مدل

مطالعه ما نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی مالی و سیاست‌های اقتصادی و شوک آن بر بازده سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. پس از بحران مالی جهانی از سال ۲۰۰۸، به دنبال آن بحران‌های سریالی در منطقه یورو و اختلافات سیاسی حزبی در ایالات متحده، بحث‌های زیادی در مورد نااطمینانی‌ها در سیاست‌گذاری انجام شده است. به عنوان مثال کمیته بازار آزاد فدرال^۱، (۲۰۰۹) و صندوق بین‌المللی پول، (۲۰۱۲-۲۰۱۳) نشان می‌دهد که رکود اقتصادی در دوره ۲۰۰۷-۲۰۰۸ وجود داشته و آهسته بودن روند بازیابی پس از آن تا حدی ناشی از عدم اطمینان در خصوص سیاست‌های نظارتی پولی و مالی ایالات متحده و اروپا بوده است. (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶)

نحوه ساختن شاخص‌های نااطمینانی به شرح زیر می‌باشد؛ برای عملیاتی ساختن این معیار از نااطمینانی در هر سری زمانی بیان داشته‌اند نیاز به داشتن سه عنصر وجود دارد. در ابتدا لازم است تا تخمینی از جزء قابل پیش‌بینی سری y_{jt} در $-h$ مرحله پیش رو، یعنی $E[y_{jt+h} | I_t]$ ، به دست آورد. عامل‌هایی (فاکتورهایی) از مجموعه نسبتاً گسترده‌ای از داده‌ها $\{X_{it}\} = 1, 2, 3, \dots, N$ و $Y_t = (y_{1t}, \dots, y_{Nt}) \in Y_t$ که دامنه آن‌ها تا حد امکان به I_t نزدیک باشد، تعیین می‌شوند. با استفاده از این فاکتورها سپس می‌توان $E[y_{jt+h} | I_t]$ را از طریق شاخص پیش‌بینی انتشار^۲ تقریب زد.

در واقع مطالعات اخیر به این یافته رسیده‌اند که از طریق تعمیم دادن معادلات پیش‌بینی با عامل‌های مشترکی که از داده‌های آماری با حجم زیاد تخمین زده شده‌اند، پیش‌بینی فعالیت‌های حقیقی و بازدهی‌های مالی بطور عمده‌ای بهبود می‌یابند (استاک و واتسن^۳، ۲۰۰۶)، (لودویگسن و ان جی^۴، ۲۰۰۹)

این مسئله به‌ویژه در این جا اهمیت پیدا می‌کند، چون اگر اطلاعات مناسب برای شکل‌دادن پیش‌بینی بکار نروند منجر به تخمین‌های ساختگی از نااطمینانی و پویایی‌های آن می‌شود. برای نشان دادن این موضوع، در این جا روش پیش‌بینی مبتنی بر شاخص انتشار بکار می‌رود که بر اساس آن تعداد نسبتاً اندک عامل‌های تخمین زده شده از تعداد زیادی از سری‌های زمانی اقتصادی به‌الگوی پیش‌بینی استاندارد اضافه می‌شوند. (یواردو و همکاران، ۲۰۱۵)

در مرحله دوم، خطای پیش‌بینی در $-h$ مرحله روبه جلو به‌صورت رابطه ۱ تعریف شده است.

رابطه ۱

$$V_{jt+h}^y \equiv y_{jt+h} - E[y_{jt+h} | I_t]$$

در ادامه نیاز به تخمینی از نوسان شرطی (براساس اطلاعات زمان t) این خطاها یعنی $E[(V_{jt+h}^y)^2 | I_t]$ داریم. برای این منظور مدل نوسان تصادفی پارامتریک^۵ را برای خطاهای پیش‌بینی در یک مرحله رو به جلو در y_{jt} و

^۱ - Diffusion Index Forecasting

^۲ - Federal Open Market Committee (2009)

^۳ - Stock & Watson (2006)

^۴ - Ludvigson & Ng (2009)

خطاهای پیش‌بینی مشابه در عامل‌ها، تصریح می‌شود. تخمین‌های به دست آمده از نوسان‌ها بطور برگشتی برای محاسبه مقادیر $E[(V_{jt+h}^y)^2 | I_t]$ برای $h \geq 1$ بکار می‌روند. بنابراین ناطمینانی در $-h$ مرحله پیش رو در متغیر y_{jt} که آن را با نماد U_{jt} نشان می‌دهیم به صورت واریانس شرطی جزء غیرقابل پیش‌بینی از مقدار آینده سری فرمول‌سازی می‌شود؛

رابطه ۲

$$U_{jt}^y(h) \equiv \sqrt{E[(y_{jt+h} - E[y_{jt+h} | I_t])^2 | I_t]}$$

سومین و آخرین عنصر، به دست آوردن تخمینی از ناطمینانی کلی یا کلان $U_t^y(h)$ است که از معیارهای تکی ناطمینانی به دست می‌آید. تخمین مبنا برای $U_t^y(h)$ میانگین وزنی از ناطمینانی‌های تکی است. یعنی با جمع بستن ناطمینانی سری‌های زمانی تکی در هر زمان با استفاده از وزن‌هایی که به آن‌ها داده می‌شود، w_j ، برآوردی از ناطمینانی کلان به صورت رابطه ۳ ساخته می‌شود؛

رابطه ۳

$$U_t^y(h) \equiv \text{plim}_{N_y \rightarrow \infty} \sum_{j=1}^{N_y} w_j U_{jt}^y(h) \equiv E_w[U_{jt}^y(h)]$$

شاخص ناطمینانی کلان را همچنین می‌توان با استفاده از برآورد روش اولین جزء اصلی از ماتریس کوواریانس ناطمینانی‌های تکی محاسبه کرد. یورادو و همکاران، (۲۰۱۵) برای به دست آوردن شاخص اصلی ناطمینانی کلان خود در h دوره آینده، از ناطمینانی‌های تکی میانگین گرفته‌اند.

رابطه ۴

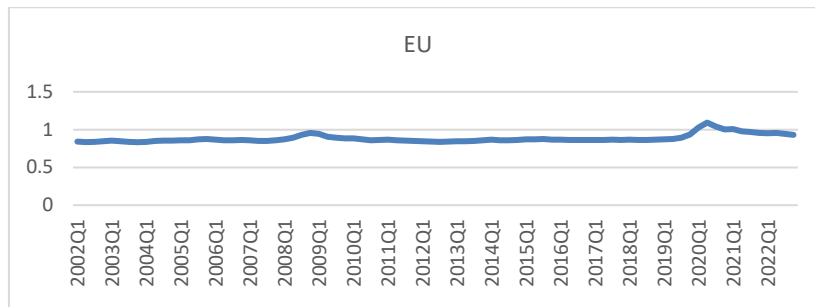
$$\bar{U}_t^y(h) = \frac{1}{N_y} \sum_{j=1}^{N_y} \bar{U}_{jt}^y(h)$$

که $\bar{U}_{jt}^y(h)$ نشان‌دهنده مقادیر برآورد شده از ناطمینانی سری‌های زمانی (ناطمینانی‌های تکی) است. باتوجه به مطالب ارائه شده به منظور بررسی نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای ناطمینانی مالی و سیاست‌های اقتصادی و شوک آن بر بازده سهام، مدل پژوهش به شرح زیر ارائه می‌گردد.

۱-۶- شاخص ناطمینانی اقتصادی

شاخص ناطمینانی اقتصادی امریکا طی پژوهشی توسط یورادو و همکاران، (۲۰۱۵) محاسبه گردیده است. شاخص بدست آمده از سال ۲۰۰۲ الی ۲۰۲۲ اقتصاد امریکا شامل ۱۳۱ متغیر اقتصاد کلان برآورد گردیده است. از مهم‌ترین آنان می‌توان به موارد زیر اشاره نمود؛ شاخص قیمت خرده فروشی تمامی کالاها، شاخص قیمت

تولید کننده تمامی کالاها، شاخص قیمت مصرف کننده تمامی کالاها، نرخ بیکاری، نرخ اشتغال، شاخص تولید صنعتی (تمامی بخش‌ها) و سایر متغیرهای اقتصاد کلان محاسبه گردیده است.

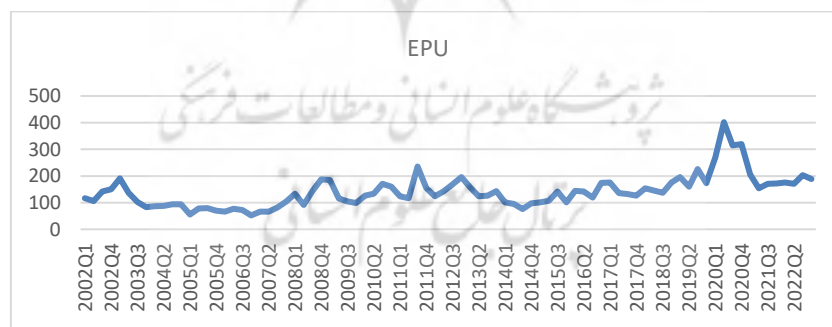


نمودار ۱ - شاخص نااطمینانی اقتصادی آمریکا

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۲-۶- شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی

شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی نیز از مطالعه بیکر و همکاران ، (۲۰۱۶) ارائه شده، استفاده گردیده است. اطلاعات مربوط به این شاخص از سال ۲۰۰۲ الی ۲۰۲۲ محاسبه شده است. شاخص (EPU) با تمرکز بر تغییرات ناشی از سیاست‌های اقتصادی شامل متغیرهایی از قبیل؛ سیاست‌های پولی، سیاست‌مالی (مالیات یا هزینه)، مالیات‌ها، مخارج دولت، مخارج بهداشتی، مخارج امنیت ملی، مخارج رفاهی، مقررات اقتصادی^۱، مقررات مالی^۲، سیاست تجاری^۳، بدهی دولت و بحران‌های ارزی می‌باشد.



نمودار ۲ - شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی آمریکا

منبع: یافته‌های پژوهشگر

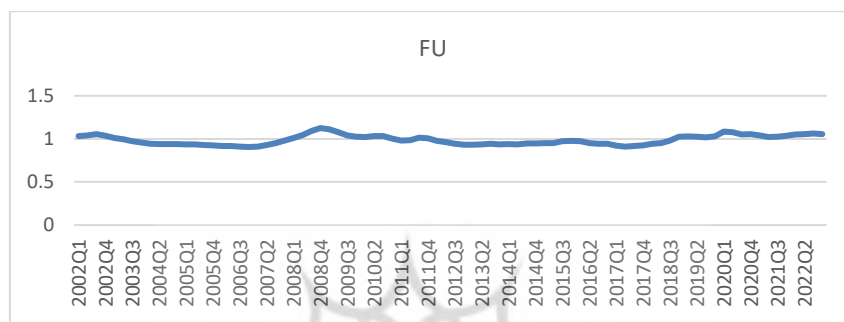
¹ - Economic regulation

² - Financial Regulation

³ - Trade policy

۳-۶- شاخص نااطمینانی مالی

به منظور اندازه‌گیری شاخص نااطمینانی مالی از مطالعه لودویگسون و همکاران^۱، (۲۰۲۲) از ۱۳۸ متغیر مالی شامل انواع بازده دارایی‌های بخش صنعت بورس اوراق بهادار نیویورک^۲ و شاخص قیمت سهام اس اند پی^۳ شامل ۵۰۰ سهام برتر بورس اوراق بهادار نیویورک طی بازه زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۲۲ استفاده گردیده است.



نمودار ۳ - شاخص نااطمینانی مالی امریکا

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۶- مدل پژوهش

با توجه به مطالب فوق مدل پژوهش به شرح زیر ارائه می‌گردد؛
رابطه ۵

$$R_{it} = \beta_1 EU + \beta_2 EPU + \beta_3 FU + \beta_4 OY + \beta_5 CR + \beta_6 BO + \beta_7 VAL + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = نرخ بازده سهام^۴

EU = شاخص نااطمینانی اقتصادی

EPU = شاخص نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی

FU = شاخص نااطمینانی مالی

OY = شاخص اعتماد یک ساله^۵

CR = شاخص اعتماد سقوط^۶

BO = شاخص اعتماد خرید قیمت پائین^۱

^۱ - Ludvigson, Jurado, Ng (2021)

^۲ - New York Stock Exchange

^۳ - Standard and Poor's 500 Common Stock Price Index

^۴ - Stock rate of return

^۵ - One-Year Confidence Index

^۶ - Crash Confidence Index

$$VAL = \text{شاخص اعتماد ارزش‌گذاری}^2$$

$$= \varepsilon_{it} \text{ جزء خطا}$$

۷- الگوی خود بازگشت برداری ساختاری

یکی از مدل‌های سری زمانی از نوع مدل‌های چند متغیره، مدل خود توضیح برداری (var) می‌باشد. در این مدل‌ها فرض می‌گردد که تمامی متغیرهای درون‌زا با یکدیگر ارتباط دارند. ساختار پویای این مدل‌ها به صورتی است که تمامی ارتباطات بین متغیرها در طول زمان مدنظر قرار گرفته می‌شود و قدرت پیش‌بینی مناسبی از وضعیت آینده این متغیرها ارائه می‌گردد.

کاربرد اصلی این مدل‌ها پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصادی و همچنین تجزیه و تحلیل آثار شوک‌های گوناگون بر متغیرهای مدل در طول زمان از راه به‌دست آوردن توابع واکنش به شوک‌ها می‌باشد. با توجه به هدف این مقاله که بررسی نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای ناطمینانی مالی و سیاست‌های اقتصادی و شوک آن بر بازده سهام می‌پردازد، لذا بهترین روش تحقیق استفاده از الگوهای چند متغیره سری زمانی (سیستمی)، الگوی خود بازگشت برداری ساختاری (svar) می‌باشد. هدف اصلی نیز در این الگو به‌کارگیری نظریات اقتصادی به‌جای تجزیه چولسگی می‌باشد تا بدین ترتیب امکان بازیابی تکانه‌های ساختاری از تکانه‌های فرم حل شده به وجود آید. لذا برای شناسایی شوک‌های ساختاری، فرم کلی یک الگوی خود بازگشت ساختاری به‌صورت زیر است (صامتی، شریفی و امامی میبدی، ۱۴۰۰).

رابطه ۶

$$A_{y_t} = A_0^* + \sum_{i=1}^p A_i^* y_{t-i} + u_t$$

که در آن:

A : ماتریس خود همبستگی آنی یا هم‌زمان بین متغیرهای الگو

y_t : بردار متغیرهای درون‌زای سیستم

A_i^* : ماتریس ضرایب خود بازگشت

A_0^* : پارامترهای فرم ساختاری مدل

u_t : اجزاء اخلاص ساختاری مدل است که دارای کوواریانس صفر و عدم وجود سریال همبستگی میان اجزاء اخلاص است. ماتریس کوواریانس اجزاء اخلاص ساختاری عبارتند از:

رابطه ۷

$$E[\varepsilon_t \varepsilon_t'] = D = [\sigma_1^2 \sigma_2^2 \sigma_3^2]$$

حال اگر طرفین رابطه ۶ را بر ماتریس A تقسیم کنیم رابطه ۸ بدست می‌آید:

رابطه ۸

$$y_t = A_0 + \sum_{i=1}^p A_i y_{t-i} + u_t$$

¹ - Buy-on-Dips Confidence Index

² - Valuation Confidence Index

که در آن؛ $A_0 = A^{-1}A_0^*$ ، $A_t = A^{-1}A_t^*$ و $\mu_t = A^{-1}u_t$ است. جزء اخلاص فرم خلاصه شده μ_t عبارتند از ترکیب خطی اجزاء اخلاص ساختاری با فرم ماتریس کوواریانس عبارتند از:

رابطه ۹

$$E[\mu_t \mu_t'] = A^{-1} D A^{-1}$$

جهت برآورد پارامترهای فرم ساختاری لازم است تعداد قیود بر روابط بین پسماندهای رگرسیون (u_t) و جملات اخلاص سیستم معادلات (e_t) وضع شود تا فرم ساختاری قابل تشخیص گردد. با توجه به ادبیات مربوط اجزاء اخلاص در مدل (svar) چهار الگو بیان شده است که عبارتند از؛ الگوی A (تجزیه چولسکی)، الگوی B (تجزیه سیمز-برنانکی)، الگوی AB (تجزیه پسران و شین) و الگوی بلانچارد کوا است. (صامتی، شریفی و امامی میبیدی، ۱۴۰۰) در الگوی A (تجزیه چولسکی)، $u_t = A e_t$ در نظر گرفته می‌شود به طوری که قیده‌های شناسایی در این الگو بر روی ماتریس A اعمال می‌گردد. بدین صورت که اگر A را یک ماتریس قطری با عدد یک در نظر بگیریم، لازم است برای شناسایی الگو تعداد $\frac{K(K-1)}{2}$ قید را بر این ماتریس اعمال نماییم تا وضعیت دقیقاً قابل شناسایی را داشته باشیم. K بیانگر تعداد متغیرهای الگو می‌باشد. الگوی دیگر الگوی B (تجزیه سیمز-برنانکی) نامیده می‌شود که در آن $e_t = B u_t$ می‌باشد و برای شناسایی در اینجا نیز لازم است تا تعداد $\frac{K(K-1)}{2}$ محدودیت را بر B اعمال می‌گردد. سومین الگو AB (تجزیه پسران و شین) نامیده می‌شود که در آن $e_t \sim (0, I_k)$ ، $A e_t = B u_t$ است و برای بررسی محدودیت کوتاه‌مدت استفاده خواهد شد. در این الگو برای شناسایی لازم است تا در صورتی که ماتریس A یک ماتریس قطری با اعداد یک باشد، تعداد $\frac{K(K-1)}{2} + K^2$ قید را بر الگوی مورد نظر اعمال می‌گردد (لوکتهپول و کروتزیگ^۱، ۲۰۰۴).

در این پژوهش نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی مالی و سیاست‌های اقتصادی و شوک آن بر بازده سهام براساس الگوی (svar) نیز بررسی می‌گردد. داده‌های پژوهش بصورت فصلی از سال ۲۰۰۲ الی ۲۰۲۲ می‌باشد. دلیل انتخاب متغیرها در یک الگوی خود توضیح برداری با یک الگوی اقتصادسنجی ساختاری، که مبتنی بر معادلات رفتاری، تفاوت دارد. در الگوهای اقتصادسنجی ساختاری، ساختار هر معادله شامل متغیرهایی است که بر اساس مبانی نظری به عنوان عوامل توضیح دهنده متغیر وابسته است تعریف می‌شود. در حالی که در الگوی خود توضیح برداری آنچه دارای اهمیت است، بررسی اثرات شوک یک متغیر بر سایر متغیرها است. در این رابطه با توجه به هدف پژوهش، مجموعه‌ای از متغیرها که در کل بر اساس مبانی نظری دارای ارتباط هستند، انتخاب شده و هر متغیر تابعی پویایی از خود متغیر و سایر متغیرها مدنظر قرار گرفته شده است.

۸- برآورد مدل و تحلیل نتایج

در این بخش ابتدا آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته به منظور اطمینان از مانایی متغیرها، سپس آزمون تعیین وقفه بهینه صورت گرفته، در ادامه آزمون پایداری مدل، تخمین ضرایب ماتریس ها (ماتریس S اثرات

¹ - Luktephol and Krutzig (2004)

کوتاه‌مدت)، (ماتریس F اثرات بلندمدت) و در نهایت باتوجه به جدول تجزیه واریانس و توابع واکنش آنی تأثیرات شوک ناطمینانی‌ها و عوامل شاخص اعتماد بازار سهام بر بازده سهام بررسی گردیده است.

۸-۱- آزمون ریشه واحد

آزمون ریشه واحد متغیرهای مدل، از طریق آزمون ریشه واحد دیکی - فولر تعمیم یافته (ADF) انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد متغیرهای نرخ بازده سهام و شاخص اعتماد خرید قیمت پائین در سطح و سایر متغیرهای مدل با تفاضل‌گیری مرتبه اول مانا می‌باشند. در نتیجه امکان وقوع رگرسیون کاذب و مشکلات پیرامون آن در برآوردهای پیش رو وجود ندارد و می‌توان از این متغیرها در تخمین مدل استفاده نمود. نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته

درجه انباشتگی	مقادیر بحرانی			احتمال	آماره ADF	متغیرها
	۱۰٪	۵٪	۱٪			
I(۰)	-۲.۵۸۵۶۲	-۲.۸۹۶۷۷	-۳.۵۱۱۲۶	۰/۰۰۰۰	-۷.۵۵۴۰۴	R
I(۱)	-۲.۵۸۶۱۱	-۲.۸۹۷۶۷	-۳.۵۱۳۳۴	۰/۰۰۰۰	-۶.۸۲۰۹۴	EU
I(۱)	-۲.۵۸۵۸۶۱	-۲.۸۹۷۲۲	-۳.۵۱۲۲۸	۰/۰۰۰۰	-۱۰.۳۱۱۸	EPU
I(۱)	-۲.۵۸۶۱۰	-۲.۸۹۷۶۷	-۳.۵۱۳۳۴	۰.۰۰۰۰	-۵.۵۵۳۸	FU
I(۱)	-۲.۵۸۶۱۰	-۲.۸۹۷۶۷	-۳.۵۱۳۳۴	۰/۰۰۰۱	-۱۱.۶۶۴	OY
I(۱)	-۲.۵۸۶۱۰	-۲.۸۹۷۶۷	-۳.۵۱۳۳۴	۰/۰۰۰۱	-۱۰.۴۵۹۵	CR
I(۰)	-۲.۵۸۵۸۱	-۲.۸۹۷۲۷	-۳.۵۱۲۲۸	۰/۰۰۰۰	-۵.۱۵۵۲۶	BO
I(۱)	-۲.۵۸۷۶۹۱	-۲.۹۰۰۶۶	-۳.۵۲۰۳۰۷	۰/۰۰۰۰	-۵.۵۰۴۴۵	VAL

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- آزمون تعیین وقفه بهینه

پیش از به‌دست آوردن ضرایب و اجزاء اخلال مدل ساختاری، لازم است یک سیستم var تشکیل گردد. در یک سیستم var برای اینکه پسماندهای معادلات شرایط مناسب داشته باشند، باید طول وقفه به طور بهینه انتخاب شود. برای به دست آوردن تعادل بلندمدت لازم است که سیستم پایدار باشد. هنگامی سیستم پایدار خواهد بود که قدر مطلق ریشه‌ها کمتر از یک باشد و در داخل دایره به شعاع یک واقع شود، در غیر اینصورت نتایج عکس العمل تکانه خطای استاندارد ارزش نخواهد داشت (بیگزاده، ۱۳۸۳). به منظور تعیین طول وقفه بهینه از معیار شوارتز (SC) و حنان کوئین (HQ) استفاده و در مدل مورد نظر وقفه هشت به عنوان وقفه بهینه انتخاب می‌شود. نتایج حاصل از آزمون تعیین وقفه بهینه در جدول ۲ ارائه گردیده است.

جدول ۲. نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه

وقفه	LogL	LR	AIC	SC	HQ
۰	-۱۲۲۹.۲۶۱۷	NA	۳۲.۵۵۹۵۲	۳۲.۸۰۴۸۶	۳۲.۶۵۷۵۷
۱	-۸۵۹.۵۶۰۱	۶۵۱.۸۴۲۲	۲۴.۵۱۴۷۴	۲۶.۷۲۲۸۰	۲۵.۳۹۷۱۹
۲	-۷۵۵.۵۳۴	۱۶۱.۵۱۳۷	۲۳.۴۶۱۴۳	۲۷.۶۳۲۲۲	۲۵.۱۲۸۲۸
۳	-۶۷۸.۲۹۰۵	۱۰۳.۶۶۹۴	۲۳.۱۱۲۹۱	۲۹.۲۴۶۴۲	۲۵.۵۶۴۱۶
۴	-۶۰۰.۰۶۱۷	۸۸.۵۲۲۰۱	۲۲.۷۳۸۴۷	۳۰.۸۳۴۷۰	۲۵.۹۷۴۱۱
۵	-۵۰۶.۳۴۲۰	۸۶.۳۲۰۸۱	۲۱.۹۵۶۳۷	۳۲.۰۱۵۳۲	۲۵.۹۷۶۴۱
۶	-۴۰۴.۷۴۲۸	۷۲.۱۸۸۹۳	۲۰.۹۶۶۹۲	۳۲.۹۸۸۵۹	۲۵.۷۷۱۳۶
۷	-۲۴۲.۲۹۱۷	۸۱.۲۲۵۷۸	۱۸.۳۷۶۰۹	۳۲.۳۶۰۴۹	۲۳.۹۶۴۹۳
۸	۱۵۱.۶۵۳۲	*۱۱۴.۰۳۶۶	*۹.۶۹۳۳۳۵	*۲۵.۶۴۰۴۶	*۱۶.۰۶۶۵۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۸- آزمون پایداری مدل

برطبق مطالعات لوتکیپول^۱، (۲۰۰۵)، همیلتون^۲، (۱۹۹۴) و باوم^۳، (۲۰۱۳)، اگر در مدل خود توضیح برداری، تمامی ماژول‌ها کمتر از یک باشد، سیستم پایدار است و این دلالت بر این دارد که سیستم ایستا می‌باشد. لذا، با توجه نتایج بدست آمده تمامی ماژول‌ها کمتر از یک می‌باشد، در نتیجه سیستم پایدار است. نتایج آزمون پایداری مدل خودرگرسیون برداری در جدول ۳ ارائه گردیده است.

جدول ۳. نتایج آزمون پایداری مدل خودرگرسیونی برداری

ماژول	ماژول	ماژول	ماژول	ماژول	ماژول	ماژول	ماژول
۰.۶۲۸۲۱۵	۰.۷۷۰۰۵۴	۰.۸۰۱۵۱۰	۰.۸۷۲۱۹۷	۰.۹۱۷۶۴۱	۰.۹۲۶۸۳۶	۰.۹۴۲۲۶۵	۰.۹۷۱۴۸۳
۰.۶۲۸۲۱۵	۰.۷۳۵۸۶۷	۰.۷۹۱۶۹۱	۰.۸۶۵۱۹۸	۰.۹۱۵۶۶۷	۰.۹۲۶۰۶۲	۰.۹۴۲۲۶۵	۰.۹۷۱۴۸۳
۰.۵۲۰۵۴۳	۰.۷۳۵۸۶۷	۰.۷۹۱۶۹۱	۰.۸۶۵۱۹۸	۰.۹۱۵۶۶۷	۰.۹۲۶۰۶۲	۰.۹۳۴۰۴۵	۰.۹۷۰۳۶۲
۰.۴۶۷۹۵۹	۰.۷۲۳۳۸۰	۰.۷۹۰۶۹۶	۰.۸۵۸۸۱۲	۰.۹۱۲۱۷۳	۰.۹۲۲۶۱۶	۰.۹۳۱۰۰۵	۰.۹۷۰۳۶۲
۰.۴۶۷۹۵۹	۰.۶۵۶۲۱۶	۰.۷۹۰۶۹۶	۰.۸۵۸۸۱۲	۰.۹۱۲۱۷۳	۰.۹۲۲۶۱۶	۰.۹۳۱۰۰۵	۰.۹۵۱۹۰۱
۰.۲۷۶۶۸۱	۰.۶۵۶۲۱۶	۰.۷۷۰۰۵۴	۰.۸۰۱۵۱۰	۰.۸۷۲۱۹۷	۰.۹۱۷۶۴۱	۰.۹۲۶۸۳۶	۰.۹۵۱۹۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

^۱ - Lutkepohl (2005)

^۲ - Hamilton (1994)

^۳ - Baum (2013)

۸-۴- نتایج تخمین ضرایب ماتریس‌ها

پس از انجام مدل VAR به منظور تخمین مدل SVAR از ماتریس S اثرات کوتاه‌مدت (جدول شماره ۴) و F اثرات بلندمدت (جدول شماره ۵) نیز استفاده کرده‌ایم.

جدول ۴- نتایج تخمین مدل SVAR ماتریس S اثرات کوتاه‌مدت

	R	EU	EPU	FU	OY	CR	BO	VAL
R	۲.۱۵۹۳۹۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
EU	-۰.۰۰۳۴۹۷	۰.۰۱۳۵۸۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
EPU	۰.۶۶۷۴۷۰	۱۰.۷۵۵۹۰	۲۰.۳۶۶۲۷	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
FU	-۰.۰۰۸۴۹۵	۰.۰۰۳۶۳۹	-۰.۰۰۰۵۱۳	۰.۰۰۸۹۸۴	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
OY	-۰.۲۴۸۷۷۵	-۱.۰۶۹۴۵۱	۰.۰۲۹۵۴۶	-۰.۳۷۷۲۱۶	۲.۶۷۹۹۶۴	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
CR	-۰.۵۰۹۹۵۴	۰.۶۴۸۸۰۴	-۰.۲۰۷۵۱۳	-۱.۱۸۵۴۵۹	-۰.۲۱۵۰۳۹	۲.۴۶۳۵۵۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
BO	-۰.۰۰۶۶۰۴	-۰.۰۵۲۳۱۰	۰.۵۹۶۷۰۴	۰.۷۸۱۲۰۵	-۰.۸۸۵۱۷۴	-۰.۳۰۸۰۸۲	۲.۳۱۰۶۲۵	۰/۰۰۰۰۰۰
VAL	۰.۰۴۱۷۵۵	-۰.۶۳۳۷۹۵	-۰.۷۸۲۷۰۳	-۰.۷۵۵۹۲۵	۰.۹۸۷۸۵۳	۰.۶۰۴۵۹۷	۰.۶۹۴۱۲۹	۲.۴۲۷۱۹۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵- نتایج تخمین مدل SVAR ماتریس F اثرات بلندمدت

	R	EU	EPU	FU	OY	CR	BO	VAL
R	۲.۴۹۱۵۷۱	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
EU	۰.۱۶۵۵۵۰	۰.۱۴۸۴۶۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
EPU	۲۷۶.۲۸۰۱	۱۱۳.۷۸۸۱	-۸۰.۱۲۹۱۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
FU	۰.۰۷۲۷۷۹	۰.۱۳۷۴۱۸	-۰.۳۲۳۷۷	۰.۰۸۵۱۶۸	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
OY	-۲۷.۰۹۱۷۹	-۶.۸۳۷۵۲۸	۴.۶۹۳۵۲۶	۸.۴۶۰۳۸۱	-۲.۴۰۵۵۰۶	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
CR	-۱۱.۸۴۳۶۸	۱.۸۹۸۰۸۴	۱۴.۹۶۱۹۶	-۲.۲۳۴۸۸۳	۱.۰۱۴۱۷۷	-۳.۴۲۵۶۳۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
BO	۶.۳۷۹۳۳۰	۹.۱۴۰۶۳۲	-۱.۳۵۲۷۶۲	۴.۰۸۶۸۸۵	۰.۴۱۱۰۷۴	-۰.۹۷۸۳۴۳	۱.۸۵۸۴۴۹	۰/۰۰۰۰۰۰
VAL	-۶۹.۰۷۰۴۷	-۴.۴۱۰۶۷۱	۲۰.۰۵۶۵۹	۳۰.۹۷۱۳۸	-۹.۶۹۸۹۲۴	۰.۳۲۵۵۲۸	۳.۶۰۰۵۸۹	۹.۵۲۴۶۱۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۵- بررسی توابع واکنش آنی

در نمودارهای زیر شوک‌های ناشی از شاخص‌های ناطمینانی اقتصادی، ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی، ناطمینانی مالی و مجموعه عوامل شاخص اعتماد بازار سهام و به دلیل متفاوت بودن آثار شوک‌ها به لحاظ زمانی، بصورت کوتاه‌مدت و بلندمدت نیز بررسی گردیده است.

در نمودار (۴) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک بازده سهام در بازه زمانی کوتاه‌مدت، از دوره اول با شوک مثبت شروع و در ادامه با شیب نزولی تا دوره دوم کاهش می‌یابد. سپس روند صعودی و نزولی بصورت نوسانات دوره‌ای ادامه داشته که شدت دوره نوسانات منفی بیشتر از مثبت بوده است، در نهایت با شیب ملایم روند نوسانات تا پایان دوره ادامه می‌یابد.

در نمودار (۵) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک بازده سهام در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول با شوک مثبت شروع و در ادامه با شیب نزولی تا دوره دوم کاهش می‌یابد. سپس روند صعودی و نزولی بصورت نوسانات مثبت و منفی با شدت کمتری نسبت به دوره کوتاه‌مدت همراه است، در نهایت با شیب ملایم روند نوسانات تا پایان دوره ادامه می‌یابد.

در نمودار (۶) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی اقتصادی در بازه زمانی کوتاه‌مدت، از دوره اول الی دوره دوم خنثی، در ادامه با شیب صعودی تا دوره ششم افزایش می‌یابد. از دوره ششم تا دوره دهم سپس روند نزولی تا پایان دوره ادامه می‌یابد.

در نمودار (۷) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی اقتصادی در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول الی دوره دوم منفی، در ادامه با شیب صعودی و نوسانات متعددی تا دوره هفتم افزایش می‌یابد. از دوره هفتم تا دوره دهم روند نزولی با شدت بیشتری نسبت به دوره کوتاه‌مدت تا پایان دوره ادامه می‌یابد.

در نمودار (۸) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی در بازه زمانی کوتاه‌مدت، در دوره اول الی دوره چهارم با روند خنثی همراه بوده است، در دوره چهارم الی دوره ششم روند صعودی با شیب ملایم همراه و سپس از دوره هشتم الی دوره دهم روند نزولی با شدتی مشابه دوره چهارم اعمال گردیده و در نهایت به روند باثبات خود برگشته است.

در نمودار (۹) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی در بازه زمانی بلندمدت، کاملاً عکس بازه زمانی کوتاه‌مدت با شوک مثبت شروع و با شیب تند روند نزولی آن تا دوره پنجم ادامه می‌یابد، از دوره پنجم نیز با روند صعودی تا دوره ششم مشاهده می‌گردد. از دوره ششم الی دوره دهم با روند نزولی همراه بوده است.

در نمودار (۱۰) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی مالی در بازه زمانی کوتاه‌مدت، در دوره اول بصورت شوک منفی و شیب نزولی تا دوره دوم ادامه، سپس با شیب صعودی تا دوره پنجم، از دوره پنجم تا دوره دهم نیز با نوسانات مثبت و منفی و در انتهای دوره با روند صعودی حرکت می‌کند.

در نمودار (۱۱) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک نااطمینانی مالی در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول تا دوره دهم با نوسانات مثبت و منفی تا پایان دوره به همین صورت همراه بوده است.

در نمودار (۱۲) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد یکساله در بازه زمانی کوتاه‌مدت، از دوره اول تا دوره هفتم با شوک منفی همراه، سپس روند صعودی تا دوره دهم با شیب ملایم و در انتهای دوره به مرز ثبات حرکت می‌کند.

در نمودار (۱۳) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد یکساله در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول تا دوره چهارم با شوک نوسانات منفی همراه، سپس روند نوسانات بصورت شوک مثبت و منفی تا انتهای دوره ادامه می‌یابد.

در نمودار (۱۴) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد سقوط در بازه زمانی کوتاه‌مدت، از دوره اول تا دوره سوم با شوک مثبت همراه، سپس روند نزولی تا دوره دهم با شیب ملایم حرکت می‌کند. در نمودار (۱۵) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد سقوط در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول تا دوره دوم با شوک ملایم منفی همراه، سپس روند نزولی تا دوره هفتم ادامه می‌یابد، مجدداً روند صعودی تا دوره نهم ادامه و در انتهای دوره با شوک منفی خاتمه می‌یابد.

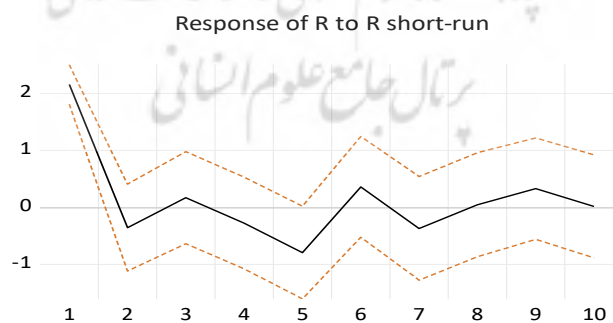
در نمودار (۱۶) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد خرید قیمت پائین در بازه زمانی کوتاه‌مدت، از دوره اول تا دوره ششم با روند خنثی، سپس از دوره ششم تا هشتم شوک منفی و از دوره هشتم تا دهم با شوک مثبت خاتمه می‌یابد.

در نمودار (۱۷) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد خرید قیمت پائین در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول تا دوره دوم با شوک مثبت همراه، سپس روند صعودی تا دوره هفتم ادامه می‌یابد، از دوره هفتم تا دوره دهم با شوک منفی خاتمه می‌یابد.

در نمودار (۱۸) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد ارزش‌گذاری در بازه زمانی کوتاه-مدت، از دوره اول تا دوره پنجم با روند نزولی، سپس از دوره ششم تا دهم نوسانات مثبت و منفی ادامه و با شوک مثبت خاتمه می‌یابد.

در نمودار (۱۹) توابع واکنش آنی بازده سهام ناشی از شوک شاخص اعتماد ارزش‌گذاری در بازه زمانی بلندمدت، از دوره اول تا دوره دوم با روند صعودی، سپس از دوره دوم تا دهم خنثی و با شوک مثبت خاتمه می‌یابد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
 Response of R to R short-run ± 2 S.E.

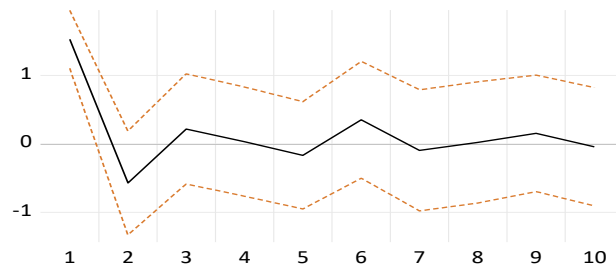


نمودار ۴- شوک بازده سهام - کوتاه‌مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to R long-run

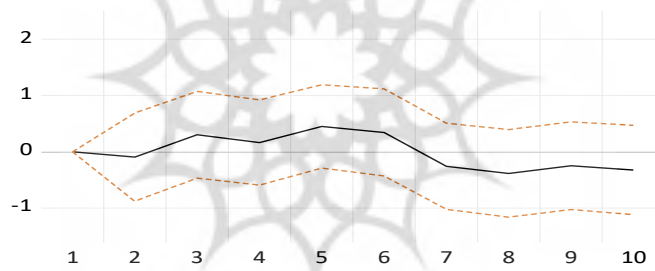


نمودار ۵- شوک بازده سهام - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock EU short-run

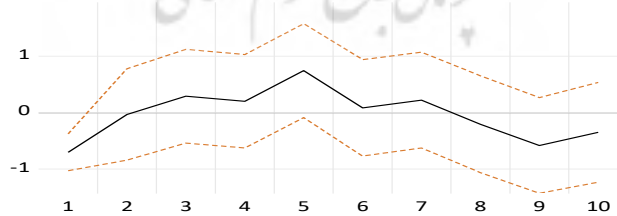


نمودار ۶- شوک نااطمینانی اقتصادی - کوتاه‌مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock EU long-run

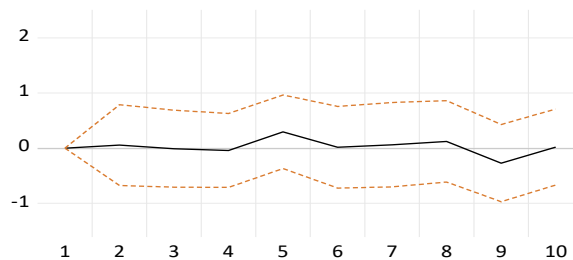


نمودار ۷- شوک نااطمینانی اقتصادی - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock EPU short-run

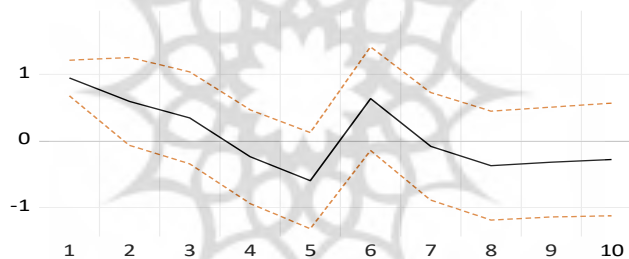


نمودار ۸- شوک نااطمینانی سیاست اقتصادی - کوتاه مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock EPU long-run

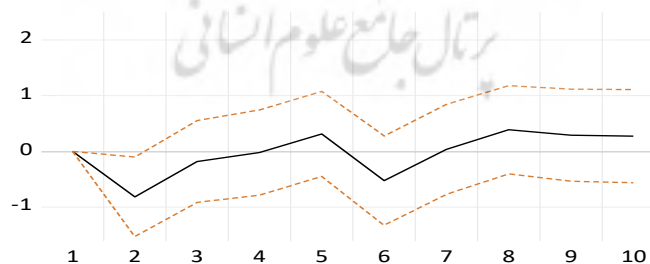


نمودار ۹- شوک نااطمینانی سیاست اقتصادی - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock FU short-run

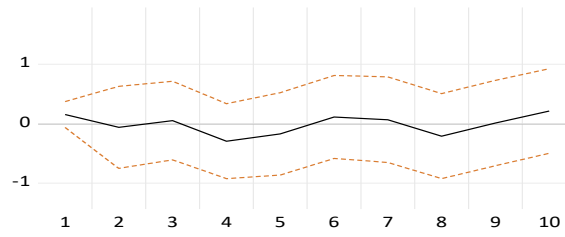


نمودار ۱۰- شوک نااطمینانی مالی - کوتاه مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock FU long-run

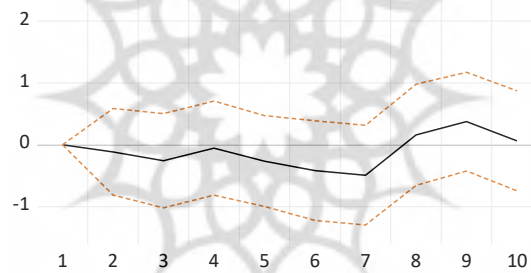


نمودار ۱۱- شوک ناطمینانی مالی - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock One-Year Confidence Index short-run

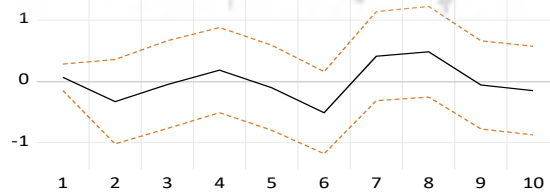


نمودار ۱۲- شوک شاخص اعتماد یکساله - کوتاه‌مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock One-Year Confidence Index long-run

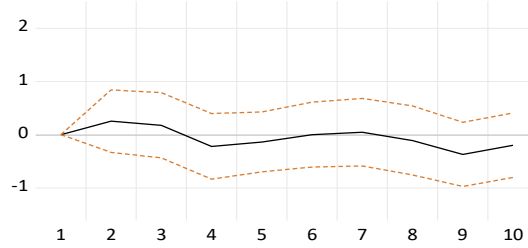


نمودار ۱۳- شوک شاخص اعتماد یکساله - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Crash Confidence Index short-run

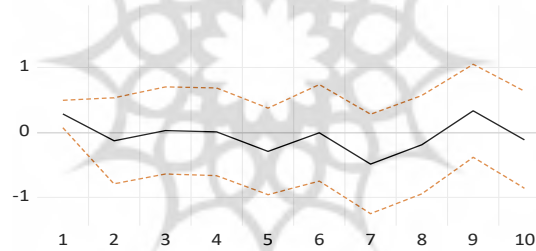


نمودار ۱۴- شوک شاخص اعتماد سقوط - کوتاه مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Crash Confidence Index long-run

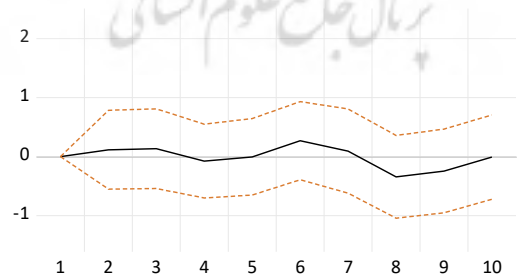


نمودار ۱۵- شوک شاخص اعتماد سقوط - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Buy-on-Dips Confidence Index short-run

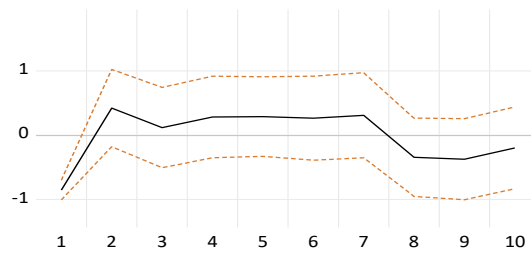


نمودار ۱۶- شوک شاخص اعتماد خرید قیمت پائین - کوتاه مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Buy-on-Dips Confidence Index long-run

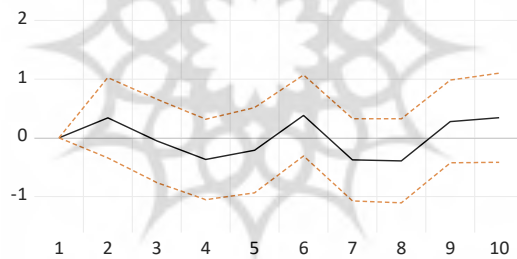


نمودار ۱۷- شوک شاخص اعتماد خرید قیمت پائین - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Valuation Confidence Index short-run

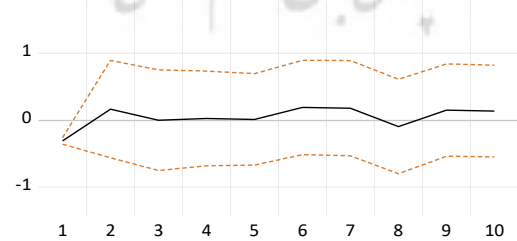


نمودار ۱۸- شوک شاخص اعتماد ارزش گذاری - کوتاه مدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

Response to Structural VAR Innovations ± 2 S.E.

Response of R to Shock Valuation Confidence Index long-run



نمودار ۱۹- شوک شاخص اعتماد ارزش گذاری - بلندمدت

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

۸-۶- تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی

با استفاده از روش تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی مشخص می‌گردد که تغییرات یک متغیر (سری زمانی) تا چه حد متأثر از اجزای اختلال خود متغیر بوده و چه میزان از اجزای اختلال سایر متغیرهای درون سیستم تأثیر پذیرفته است.

جدول ۶- نتایج تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی ماتریس S اثرات کوتاه‌مدت

دوره	خطای استاندارد متغیر	R	EU	EPU	FU	OY	CR	BO	VAL
۱	۲.۱۵۹۳۹۵	۱۰۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
۲	۲.۳۸۲۱۸۹	۸۴.۳۹۵۴۸	۰.۱۵۴۸۲۰	۰.۰۵۲۱۶۸	۱۱.۷۴۲۶۰	۰.۲۲۹۱۵۷	۱.۱۳۸۲۳۰	۰.۲۳۸۴۴۱	۲.۰۴۹۱۰۳
۳	۲.۴۳۸۴۹۸	۸۱.۰۳۱۰۹	۱.۶۸۱۵۴۱	۰.۰۵۱۶۵۲	۱۱.۷۶۱۵۰	۱.۳۳۴۶۸۸	۱.۶۰۹۷۲۳	۰.۵۲۸۶۵۷	۲.۰۰۱۱۵۵
۴	۲.۴۹۸۹۷۳	۷۸.۳۸۳۷۵	۲.۰۳۰۵۲۴	۰.۰۷۷۲۹۱	۱۱.۲۰۶۵۷	۱.۳۱۸۳۲۸	۲.۳۰۵۵۲۶	۰.۵۹۷۲۱۴	۴.۰۸۰۸۰۰
۵	۲.۷۱۹۳۱۷	۷۴.۶۹۸۹۳	۴.۴۵۶۰۶۷	۱.۲۴۹۱۶۱	۱۰.۷۹۳۸۲	۲.۰۵۱۳۹۶	۲.۱۹۸۹۸۷	۰.۵۰۴۵۴۵	۴.۰۴۷۰۹۷
۶	۲.۸۸۲۴۵۰	۶۸.۰۳۶۳۵	۵.۳۷۵۳۳۷	۱.۱۱۴۷۲۷	۱۲.۹۱۹۲۸	۳.۹۲۲۹۲۹	۱.۹۵۷۱۲۷	۱.۳۱۹۳۳۴	۵.۳۵۴۹۲۵
۷	۲.۹۸۵۰۹۸	۶۴.۹۷۵۵۳	۵.۷۶۴۷۰۷	۱.۰۸۱۷۰۷	۱۲.۰۶۰۹۱	۳.۷۲۲۱۶۲	۱.۸۴۹۹۳۷	۱.۳۲۶۲۴۸	۶.۵۶۸۷۹۱
۸	۳.۰۸۷۹۰۳	۶۰.۷۴۲۴۰	۶.۹۳۸۹۵۰	۱.۱۶۸۲۲۳	۱۲.۸۴۷۳۹	۴.۲۲۳۹۶۵	۱.۸۵۴۱۲۸	۲.۴۷۱۳۲۲	۷.۷۵۳۶۱۶
۹	۳.۲۰۵۷۱۲	۵۷.۴۱۱۹۸	۷.۰۳۷۴۷۹	۱.۸۱۱۳۱۱	۱۲.۷۳۵۶۳	۷.۱۳۶۱۱۲	۳.۰۵۰۸۰۲	۲.۸۷۰۷۹۵	۷.۹۴۵۸۸۸
۱۰	۳.۲۵۸۴۳۵	۵۵.۵۷۱۵۹	۷.۸۰۰۸۲۴	۱.۷۵۶۷۰۷	۱۳.۰۲۸۲۵	۶.۹۴۴۰۷۱	۳.۳۲۳۹۵۸	۲.۷۷۹۳۱۴	۸.۷۹۵۱۸۴

منبع؛ یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶ براساس ماتریس S اثرات کوتاه‌مدت بیانگر این موضوع می‌باشد که بیشترین شوک بوجود آمده به ترتیب ناشی از اختلال خود متغیر بازده سهام R، سپس نااطمینانی مالی FU، شاخص اعتماد ارزش‌گذاری VAL، نااطمینانی اقتصادی E، شاخص اعتماد یکساله OY و متغیرهای نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی EPU، شاخص اعتماد سقوط CR و شاخص اعتماد خرید قیمت پائین BO نیز تقریباً به یک اندازه بر بازدهی سهام تأثیرگذار بوده‌اند.

جدول ۷ براساس ماتریس F اثرات بلندمدت بیانگر این موضوع می‌باشد که بیشترین شوک بوجود آمده به ترتیب ناشی از اختلال خود متغیر بازده سهام R، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی EPU، شاخص اعتماد خرید قیمت پائین BO، نااطمینانی اقتصادی E، شاخص اعتماد یکساله OY و سپس متغیرهای نااطمینانی مالی FU، شاخص اعتماد ارزش‌گذاری VAL، شاخص اعتماد سقوط CR نیز تقریباً به یک اندازه بر بازدهی سهام تأثیرگذار بوده‌اند.

جدول ۷- نتایج تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی ماتریس F اثرات بلندمدت

دوره	خطای استاندارد متغیر	R	EU	EPU	FU	OY	CR	BO	VAL
۱	۲.۱۵۹۳۹۵	۵۰.۱۲۱۵۵	۱۰.۶۴۲۴۱	۱۹.۱۶۲۱۰	۰.۵۱۲۰۴۳	۰.۰۹۶۵۷۷	۱.۷۲۲۴۲۴	۱۵.۶۶۹۰۷	۲.۰۷۳۸۳۶
۲	۲.۳۸۲۱۸۹	۴۶.۹۱۶۸۲	۸.۷۶۴۳۶۴	۲۱.۹۳۲۳۴	۰.۴۸۸۲۸۲	۲.۰۱۶۱۷۲	۱.۷۱۱۵۲۸	۱۵.۹۹۵۷۶	۲.۱۷۴۷۳۸
۳	۲.۴۳۸۴۹۸	۴۵.۵۶۸۳۴	۹.۷۸۷۶۸۳	۲۲.۹۴۵۷۱	۰.۵۱۰۹۲۴	۱.۹۷۱۶۳۵	۱.۶۴۷۰۳۳	۱۵.۴۹۳۱۴	۲.۰۷۵۵۳۱
۴	۲.۴۹۸۹۷۳	۴۳.۴۰۴۹۶	۹.۹۶۱۷۷۴	۲۲.۷۵۰۸۰	۱.۸۸۳۲۷۰	۲.۴۱۵۷۹۷	۱.۵۶۹۳۴۸	۱۶.۰۲۸۴۹	۱.۹۸۵۵۵۷
۵	۲.۷۱۹۳۱۷	۳۷.۰۳۶۹۵	۱۵.۹۱۵۴۵	۲۴.۰۵۰۹۳	۱.۹۹۰۲۸۷	۲.۱۹۰۲۳۰	۲.۴۸۴۴۳۴	۱۴.۶۵۳۳۸	۱.۶۷۸۳۳۲
۶	۲.۸۸۲۴۵۰	۳۴.۴۵۰۰۳	۱۴.۳۴۸۵۴	۲۶.۲۵۵۱۶	۱.۹۲۲۹۲۱	۵.۱۱۱۴۷۴	۲.۲۱۱۷۰۲	۱۳.۸۷۶۷۰	۱.۹۳۳۴۷۵
۷	۲.۹۸۵۰۹۸	۳۲.۲۲۴۸۲	۱۳.۸۳۲۹۵	۲۴.۵۵۵۹۹	۱.۸۴۲۴۷۷	۶.۶۶۴۱۲۸	۴.۷۲۱۷۳۸	۱۴.۰۱۲۷۶	۲.۱۴۵۱۳۷
۸	۳.۰۸۷۹۰۳	۳۰.۱۱۹۳۷	۱۳.۳۷۳۰۰	۲۴.۳۹۸۸۲	۲.۱۸۷۵۲۳	۸.۶۸۳۹۶۱	۴.۷۸۷۱۹۵	۱۴.۳۴۶۸۸	۲.۱۰۳۲۵۰
۹	۳.۲۰۵۷۱۲	۲۸.۱۷۶۵۶	۱۵.۷۱۳۳۴	۲۳.۶۲۷۴۲	۲.۰۳۰۷۲۰	۸.۰۹۰۲۴۱	۵.۵۱۷۱۶۹	۱۴.۶۷۶۶۱	۲.۱۶۷۹۲۹
۱۰	۳.۲۵۸۴۳۵	۲۷.۲۸۹۵۳	۱۶.۳۵۶۱۰	۲۳.۶۰۱۳۲	۲.۳۹۳۱۵۳	۸.۰۴۶۵۲۷	۵.۴۶۲۸۰۶	۱۴.۵۷۹۱۷	۲.۲۷۱۳۹۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش نقش شاخص‌های اعتماد بازار سهام در فضای نااطمینانی مالی و نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی با استفاده از الگوی خود بازگشت برداری ساختاری بر روی بازده سهام (شاخص اس اند پی بورس نیویورک) طی بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۲۲ بصورت فصلی بررسی گردید. با تخمین ماتریس S اثرات کوتاه‌مدت و ماتریس F اثرات بلندمدت، نتایج حاکی از آن است که در بازه زمانی بلندمدت شوک منفی نااطمینانی اقتصادی شدت بیشتری نسبت به بازه زمانی کوتاه‌مدت بر روی بازده سهام داشته است، این طور می‌توان استنباط نمود متغیرهایی همچون تورم، بیکاری، رشد اقتصادی و نقدینگی که در کوتاه‌مدت به دلیل چسبندگی قیمت‌ها از ثبات نسبی برخوردارند، در بلندمدت شدت بیشتری بر بازده سهام داشته است، از طرفی باتوجه به اینکه این شاخص در تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی در هر دو بازه زمانی رتبه ۴ را کسب کرده است، نمی‌توان از آن به عنوان متغیری با آثار شدید بر بازده سهام نام برد. در مطالعه‌ای بالی، برون و تانگ^۱ (۲۰۱۴) به بررسی نااطمینانی اقتصادی بر بازده سهام آتی در کشور آمریکا با روش اثرات پیشین و پسین پرداختند که نتایج حاکی از تاثیر منفی نااطمینانی اقتصادی بر بازده سهام طی دوره ۱۹۶۳-۲۰۱۲ بوده است. طی مطالعه‌ای توسط گائو، ژو، سالیوان و شرمین^۲ (۲۰۱۹) به بررسی نااطمینانی اقتصادی بر بازده سهام در انگلستان با روش TVP-FAVAR

^۱ - Bali, Brown and Tang (2014)

^۲ - Gao, Zhu, Sullivan and Sherman (2019)

پرداختند؛ نتایج نشان داد ناطمینانی تورم و رشد اقتصادی انگلستان بر بازده سهام بی تاثیر بوده است. در مطالعه‌ای توسط سانچز-گاباره^۱، (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر قیمت سهام در کشور برزیل و اسپانیا پرداختند و نتایج حاکی از بی تاثیر بودن تاثیر ناطمینانی اقتصادی بر قیمت سهام بوده است. همچنین در مطالعه‌ای توسط دامن کشیده و پيله ورد، (۱۳۹۲) با استفاده از روش ARCH و GARCH به این نتیجه رسیدند که اثر ناطمینانی تورمی بر شاخص کل سهام بورس تهران منفی بوده است. نتایج بدست آمده در این پژوهش در مقایسه با مطالعات صورت گرفته تایید می‌گردد.

در خصوص شوک ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی نیز در بازه زمانی کوتاه‌مدت و تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی تاثیر چندانی بر بازده سهام نگذاشته است، در صورتیکه در دوره بلندمدت و تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی و کسب رتبه ۲ بر بازده سهام شوک منفی قابل توجهی مشاهده گردیده است. اینطور می‌توان استنباط نمود که سیاست‌های اقتصادی در بازه زمانی بلندمدت تاثیر قابل توجهی نسبت به بازه زمانی کوتاه‌مدت داشته است. انتظارات تطبیقی می‌تواند در این خصوص حائز اهمیت باشد، چرا که دولت می‌تواند به راحتی از طریق تغییرات غیرمنتظره سیاست‌های اقتصادی، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران را غافلگیر کند. افزایش سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها با تولید و مصرف بالاتر همراه است که اثرات بلندمدت سیاست‌های اقتصادی را شامل می‌گردد؛ در صورتیکه عدم اطمینان از سیاست‌های دولت و نرخ‌های مورد انتظار بر بازار سرمایه حاکم باشد، منجر به تغییرات سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها، تولید و در نتیجه کاهش بازده سهام در بلندمدت می‌گردد. در طی مطالعه‌ای توسط سو، فانگ و بین^۲، (۲۰۱۹) تاثیر ناطمینانی سیاست اقتصادی آمریکا بر نوسانات بازار سهام شش کشور صنعتی و سه کشور در حال ظهور با روش GARCH-MIDAS بررسی گردید، نتایج حاکی از تاثیر مثبت ناطمینانی سیاست اقتصادی بر نوسانات بازده سهام دارد. مطالعه صورت گرفته توسط یو و هوانگ^۳، (۲۰۲۱) اثر ناطمینانی سیاست اقتصادی چین را بر نوسانات بازار سهام در دوره بلندمدت و کوتاه‌مدت با روش GARCH-MIDAS بررسی نمودند، نتایج نشان داد در هر دو بازه زمانی ناطمینانی سیاست اقتصادی در چین تاثیر مثبت بر نوسانات بازده سهام داشته است. نتایج مطالعه گائو، ژو، سالیوان و شرمن، (۲۰۱۹) در خصوص ناطمینانی سیاست اقتصادی انگلستان تاثیر منفی، اتحادیه اروپا و آمریکا بی‌تاثیر بر بازده سهام انگلستان بوده است. در مطالعه‌ای توسط امیری و بیرانوند، (۱۳۹۸) اثر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازده بازار سهام ایران با استفاده از مدل‌های خطی و غیرخطی مارکف سوئیچینگ حاکی از اثر منفی می‌باشد.

شوگ ناشی از ناطمینانی مالی نیز در دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت با نوسانات مثبت و منفی همراه بوده است و این امر در کوتاه‌مدت شدت بیشتری نسبت به بلندمدت داشته است، این موضوع در تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی دوره کوتاه‌مدت کاملاً مشهود است و شاخص ناطمینانی مالی رتبه ۲ را کسب کرده است. شوک منفی که ناشی از افزایش شاخص قیمت سهام و کاهش بازده سهام می‌باشد، رابطه معکوس شاخص قیمت سهام و

^۱ - Sánchez-Gabarré (2020)

^۲ - Su, Fanga and Yin (2019)

^۳ - Yu and Huang (2021)

بازده سهام را در کوتاه‌مدت تایید می‌کند. در مطالعه سو، فانگ و یین، (۲۰۱۹) تاثیر نااطمینانی مالی امریکا بر نوسانات بازار سهام شش کشور صنعتی و سه کشور در حال ظهور بررسی گردید. نتایج حاکی از بی تاثیر بودن نااطمینانی مالی بر نوسانات بازده سهام بوده است. در مقاله‌ای توسط گوپتا، مرفاتیا و اولسون^۱ (۲۰۱۹) به بررسی تاثیر نااطمینانی مالی بر بازده سهام امریکا با روش EGARCH حاکی از منفی بودن نااطمینانی مالی بر بازده سهام طی دوره ۱۹۵۴-۲۰۱۶ می‌باشد.

شوگ شاخص اعتماد یکساله بر بازده سهام در کوتاه‌مدت ناچیز و در بلندمدت دارای نوسانات مثبت و منفی می‌باشد، باتوجه به اینکه انتظارات آتی نسبت به بازده سهام نقش تعیین کننده‌ای در میزان تقاضا برای خرید سهام و در پی آن بازده سهام را ایفا می‌کند، در شرایط نااطمینانی می‌تواند دستخوش تغییر گردد، بدین صورت که با افزایش نااطمینانی میزان اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سهام و بازده سهام کاهش می‌یابد، و بالعکس نیز صادق است، به همین خاطر در بازه زمانی بلندمدت شاخص اعتماد یکساله نوسانات مثبت و منفی را بر بازده سهام تحمیل نموده است.

شوگ شاخص اعتماد سقوط در کوتاه‌مدت و بلندمدت روند مشابهی را طی نموده‌اند، با این تفاوت که در بلندمدت شدت بیشتری را بر بازدهی سهام داشته است، از این رو به دلیل ثبات عملکرد بورس نیویورک و باتوجه به تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی، احتمال سقوط فاجعه بار سهام احساس نمی‌گردد، از این رو نمی‌تواند بر بازده سهام تاثیر بسزایی داشته باشد.

شوگ شاخص اعتماد خرید قیمت پائین در کوتاه‌مدت روند نسبتاً باثباتی داشته است، در حالیکه در بلندمدت ابتدا شوک منفی شدید، سپس شوک مثبت شدید و انتهای دوره مجدداً روند منفی را داشته است، همچنین در تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی در بلندمدت توانسته است رتبه ۳ را کسب کند و در تغییرات نرخ بازده سهام نیز موثر باشد، از آنجائیکه اعتماد خرید قیمت پائین بیانگر بازگشت ارزش بازار در روزهای آتی است، روند تغییرات انتظارات آتی در شرایط نااطمینانی منجر به نوسانات شدید بازده سهام گردیده است، بدین صورت که با کاهش ۳ درصدی ارزش بازار و باوجود شرایط نااطمینانی شاهد کاهش سطح انتظارات سرمایه‌گذاران از بازده سهام هستیم، در دوره‌هایی نیز با افزایش قابل توجه شاخص اعتماد قیمت خرید پائین و به تبع آن افزایش بازده سهام روبرو بوده‌ایم که این امر حاکی از نقش موثر انتظارات آتی سرمایه‌گذاران و شاخص اعتماد در شرایط نااطمینانی می‌باشد.

شوگ شاخص اعتماد ارزش‌گذاری در کوتاه‌مدت شدت بیشتری نسبت به بلندمدت داشته است، این امر در تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی با کسب رتبه ۳ مورد تایید است، از آنجائیکه شاخص اعتماد ارزش‌گذاری بیانگر میزان پیش‌بینی و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام با توجه به دو مولفه ارزش سرمایه‌گذاری معقول^۲ و ارزش بنیادی واقعی^۳ (ارزش ذاتی^۴) می‌باشد، با افزایش ارزش ذاتی و ارزش سرمایه‌گذاری معقول

¹ - Gupta, Marfatia and Olson (2019)

² - Sensible Investment Value

³ - True Fundamental Value

⁴ - Intrinsic Value

شاهد افزایش نرخ بازده سهام هستیم، این امر حاکی از افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش واقعی سهام باتوجه به عملکرد بنگاه اقتصادی مربوطه می‌باشد، با افزایش سفته بازی در بازار سهام ارزش اسمی سهام را افزایش یافته و حباب قیمتی ایجاد می‌کند، لذا بنگاه‌های اقتصادی که عملکرد اقتصادی سودآور و حقیقی داشته‌اند و اگر پیش‌بینی شود که در آینده نزدیک، قیمت سهم در بازار بیش‌تر از قیمت فعلی آن خواهد شد، سرمایه‌گذاران برای خرید آن اقدام می‌کنند، چراکه می‌دانند در شرایط فعلی با خرید ارزان سهم خواهند توانست در صورت ارزشمند شدن سهم، از فروش به موقع آن سود مناسبی کسب کنند و این امر منجر به افزایش بازده سهام خواهد گردید.

باتوجه به نتایج بدست آمده در این پژوهش می‌توان این طور استنباط نمود که نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی می‌تواند عامل مهمی در راستای تغییرات بازده سهام باشد، چراکه تغییرات سیاست‌های پولی می‌تواند نرخ بهره و نقدینگی را تحت الشعاع قرار دهد و همچنین از کانال عملیات بازار باز و انتشار اوراق قرضه بازار سرمایه دچار نوسان خواهد شد، همچنین سیاست‌های مالی دولت باتوجه به نرخ مالیات بر درآمد، شرکت‌ها و ثروت تاثیرات مهمی بر رفتار بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاران و خانوار خواهد داشت، از اینرو نااطمینانی سیاست‌های پولی و عملیات بازار باز مستقیماً نرخ بازده سهام، نااطمینانی سیاست‌های مالی منجر به نااطمینانی اقتصادی و مالی خواهد شد. از طرفی وجود شاخص‌های بازار سهام نیز عامل تاثیرگذاری در راستای کاهش نااطمینانی‌ها و افزایش اعتماد به بازار سهام خواهد بود. شاخص اعتماد ارزشگذاری نیز عامل مهمی در راستای کاهش سفته بازی و ارزش‌های اسمی نیز بشمار می‌آید که می‌تواند در انتخاب سبد سهام سرمایه‌گذاران و افزایش نرخ بازده کمک شایانی داشته باشد.

۱۰- پیشنهادات

باتوجه به نتایج بدست آمده در این پژوهش می‌توان موارد زیر را پیشنهاد نمود؛

- نااطمینانی اقتصادی موجب افزایش نااطمینانی تورمی و کاهش رشد اقتصادی می‌گردد، در نتیجه افزایش هزینه‌های عاملین اقتصادی و کاهش رفاه جامعه را به دنبال خواهد داشت، بنابراین سیاست‌های هدف تورمی می‌تواند در کاهش این هزینه‌ها و رفاه جامعه کاملاً مفید واقع گردد. پیشنهاد می‌شود سیاست‌های اقتصادی در راستای کاهش نااطمینانی، افزایش ثبات و بهبود شفافیت فرآیند سیاست‌گذاری و انتشار ارزیابی‌های اقتصادی، که به نوبه خود می‌تواند منجر به توسعه بازار سهام گردد، لحاظ شود.

- سیاست‌های اقتصادی دولت از جمله مالیات‌بندی، مخارج دولت، سیاست پولی، سیاست‌های تنظیمی و ... اثرات اقتصادی بسیار قابل توجهی دارند. باتوجه به اینکه عوامل اقتصادی تصمیمات خود را براساس انتظارات آتی در مورد سیاست‌های اقتصادی اتخاذ می‌کنند، لذا بایستی سیاست‌های مناسب اقتصادی به ویژه در بازار سرمایه اجرا شود. بنابراین حفظ شفافیت و ثبات اجرای سیاست‌های اقتصادی به منظور جلوگیری از اثرات منفی نااطمینانی بر بازار سرمایه لازم و ضروری است. لذا

سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان اقتصادی باید نوسانات ایجاد شده را مدیریت نموده تا بازار سرمایه و بازده موجود در این بازار از نااطمینانی‌های ایجاد شده در امان باشد. پیشنهاد می‌شود که سیاستمداران در تصمیمات سیاسی خود و برنامه‌ریزان اقتصاد کلان کشور در هنگام تدوین سیاست‌های کلان پولی و مالی و تصمیمات اقتصادی خود، به پیامدهای سیاست‌های خود بر روی بازار سرمایه و نوسانات آن توجه کنند و آن را مد نظر قرار دهند.

- از آنجایی که بخشی از نوسانات بازده سهام نشأت گرفته از نااطمینانی‌ها و به عنوان ریسک سیستماتیک در نظر گرفته و با تنوع بخشی پرتفوی سرمایه‌گذار از بین نمی‌رود، پیشنهاد می‌گردد داشتن بیمه سرمایه‌گذاری به منظور کاهش مخاطرات سرمایه‌گذار و ایجاد فضای امنیت سرمایه-گذاری لحاظ گردد.

- تغییرات شدید سیاست‌های اقتصادی و نوسانات نرخ ارز که باعث افزایش شرایط نااطمینانی خواهد شد، باعث جابجایی سرمایه در بازارهای مختلف و ورود سفته‌بازان به این بازارها شده که می‌تواند باعث افزایش بازده سهام بصورت اسمی، ایجاد حباب قیمتی و به تبع آن با افت شدید یکباره بازده سهام مواجه گردد که این امر باعث افزایش نااطمینانی در بازار سرمایه خواهد شد، لذا پیشنهاد می‌گردد سیاست‌های مذکور طوری تبیین گردند که ورود و خروج سرمایه به بازار براساس عرضه و تقاضا، فعالیت‌های حقیقی اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده و متناسب با رشد اقتصادی کشور لحاظ گردند.

- وجود شاخص‌های اعتماد بازار سهام نیز می‌تواند عاملی به منظور مقابله با شرایط نااطمینانی و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سهام گردد، لذا پیشنهاد می‌گردد با توجه به ساختار مالی و اقتصادی هر کشور شاخص‌های اعتماد بازار سهام نیز ایجاد و با تمرکز بر کاهش سفته‌بازی، ورود بنگاه‌های اقتصادی با فعالیت‌های حقیقی اقتصادی افزایش و حباب‌های قیمتی و ارزش‌های اسمی کاهش یابد.

۱۱- پیشنهادات مطالعاتی

- با توجه به نتایج بدست آمده بخشی از نوسانات بازده سهام ناشی از نوسانات متغیر بازده سهام می‌باشد، لذا پیشنهاد می‌گردد مطالعاتی در خصوص نااطمینانی اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده و اثرات آن بر بازده سهام صورت گیرد.

- با توجه به اینکه اکثر مطالعات صورت گرفته در حوزه نااطمینانی به نااطمینانی تورمی، تولید، ارز، سیاست‌های پولی (نقدینگی، پایه پولی و سایر متغیرهای پولی) محدود گردیده‌اند، محاسبه شاخص‌های نااطمینانی اقتصادی که طیف وسیعی از متغیرهای کلان، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی که رفتار دولت و تمامی متغیرهای مرتبط با آن و نااطمینانی مالی که بخش عظیمی از متغیرهای بازار سرمایه را شامل می‌گردد لازم بنظر می‌رسد. پیشنهاد می‌گردد مطالعات آتی به محاسبه شاخص‌های مذکور اختصاص داده شود.

- افزایش نااطمینانی باعث کاهش رفاہ جامعه می‌گردد، پیشنهاد می‌گردد اثرات رفاہی نااطمینانی بررسی گردد.
- ایجاد شاخص‌های اعتماد بازار سهام و بازار سرمایه.

فهرست منابع

- برگ بید، احمد؛ جعفری، علی و صالح نژاد، سید حسن (۱۴۰۰)، ارائه الگوی ترکیبی سه بعدی (مالی، اقتصادی، پایداری)، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال سیزدهم، شماره ۵۱. [20.1001.1.23830379.1400.13.51.6.5](https://doi.org/10.1001.1.23830379.1400.13.51.6.5)
- تلنگی، ا (۱۳۸۳)، تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتار. پژوهش‌های مالی ۶. (۱۷)، ۳-۲۵. [20.1001.1.10248153.1383.6.1.1.1](https://doi.org/10.1001.1.10248153.1383.6.1.1.1)
- چاوشی سیدکاظم، شریفی عارفه، (۱۴۰۱)، مدل سازی اثر نوسانات قیمت نفت اوپک بر احساسات سرمایه‌گذاران ایرانی با استفاده از رابطه غیر خطی و پارامتر - متغیر بر حسب زمان، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۶، زمستان ۱۴۰۱. [10.30495/fed.2023.698842](https://doi.org/10.30495/fed.2023.698842)
- حیدریپور، فرزانه، یداله تاروی وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲) تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفده ام، بهار ۱۳۹۲.
- دانش عسگری، ت. (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر پیش‌بینی سود مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- دادرسی کیوان، طلوعی اشلقی عباس، رادفر رضا، (۱۳۹۷)، نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره ۲۸، زمستان ۱۳۹۷.
- رستمی ژبلا، فتاحی شهرام، سهیلی کیومرث، (۱۴۰۲)، مدل سازی و تخمین بازده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل‌های پویا، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، بهار ۱۴۰۲. [10.30495/fed.2023.700132](https://doi.org/10.30495/fed.2023.700132)
- رودپشتی، فر؛ هیبتي، ف؛ موسوی، س. ر (۱۳۹۱)، بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. دوره ۳، شماره ۱۲، مهر ۱۳۹۱. [20.1001.1.22519165.1391.3.12.2.7](https://doi.org/10.1001.1.22519165.1391.3.12.2.7)
- سعیدی، علی؛ فراهانیان، جواد. مبانی اقتصاد و مالی رفتاری (۱۳۹۵) شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس. [978-600-5959-15-4](https://doi.org/10.30495/fed.2023.700132)
- سینایی، ح.، و داودی، ع. (۱۳۸۸)، بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی. [20.1001.1.10248153.1388.11.27.3.0](https://doi.org/10.1001.1.10248153.1388.11.27.3.0)
- شباهنگ، ر. (۱۳۸۱)، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی، نشریه ۱۵۱، تئوری حسابداری جلد اول، چاپ اول. شابک ۱۳ رقمی: [9789646285774](https://doi.org/10.30495/fed.2023.700132)

- صامتی، مجید؛ شریفی رنانی، حسین و امامی میبیدی، مریم (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر سیاست‌های مالی در رفاه اجتماعی کشور، با توجه به شوک‌های مخارج دولتی، پولی و بهره‌وری، نشریه علمی (فصلنامه) پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، دوره ۲۹، شماره ۹۷، [10.52547/qjerp.29.97.199](https://doi.org/10.52547/qjerp.29.97.199)
- کیقبادی، امیر رضا و احمدی، محمد (۱۳۹۵)، مقایسه کارایی روش‌های ARCH و GARCH در پیش‌بینی ارزش در معرض ریسک جهت انتخاب پرتفولیوی بهینه، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هشتم، شماره ۳۲، [20.1001.1.23830379.1395.8.32.4.0](https://doi.org/10.1001.1.23830379.1395.8.32.4.0)
- معلمی عباس خداپرست سالک، رضایی فرزین، خردیار سینا، وطن‌پرست محمدرضا، (۱۴۰۱)، آزمون تجربی مالی رفتاری: ارزیابی مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت تأثیر ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۶، شماره ۶۱، زمستان ۱۴۰۱، [doi: 10.30495/fed.2023.698841](https://doi.org/10.30495/fed.2023.698841)
- Abel, A. B. (1983). Optimal Investment Under Uncertainty. The American Economic Review, 73(1), 228–233. <http://www.jstor.org/stable/1803942>.
- Ahsan, T., Mirza, S.S., Al-Gamrh, B., Bin-Feng, C., (2021). Economic policy uncertainty and sustainable financial growth: Does business strategy matter. Finance Research Letters. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102381>
- Ahsan, T., Mirza, S.S., Al-Gamrh, B., Bin-Feng, C. and Rao, Z.-U. (2021), "How to deal with policy uncertainty to attain sustainable growth: the role of corporate governance", Corporate Governance, Vol. 21 No. 1, pp. 78-91. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0121>
- Allen, W. David and Evans A. Dorla, (2005), "Bidding and Overconfidence in Experimental Financial Markets", The Journal of Behavioral Finance, Vol.6, No.3, pp.108 120. https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0603_1
- Ashraf, B.N., Shen, Y., (2019). Economic policy uncertainty and banks' loan pricing. J. Financ. Stab. 44, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100695>
- Andrew B. Abel, Avinash Dixit, Janice C. Eberly and Robert Pindyck, Options (1996). The Value of Capital, and Investment. The Quarterly Journal of Economics, 1996, vol. 111, issue 3, 753-777. <https://doi.org/10.2307/2946671>
- Angelini, Giovanni, Emanuele Bacchiocchi, Giovanni Caggiano, and Luca Fanelli, (2019), Uncertainty across volatility regimes, Journal of Applied Econometrics. <https://doi.org/10.1002/jae.2672>
- Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., & Filis. G. (2013). Dynamic co-movements between stock market returns and policy uncertainty. Econ. 120 (1): 87-92. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2013.04.004>
- Ajevskis, Vet. (2007); " Inflation and Inflation Uncertainty in Latvia". Working Papers. No. 2007/04. [Handle: RePEc:ltv:wpaper:200704](https://doi.org/10.3386/w9222)
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (Eds.), Handbook of the Economics of Finance (Vol. Volume 1, Part B, pp. 1053-1128). Amsterdam, The Netherlands: Elsevier. [DOI 10.3386/w9222](https://doi.org/10.3386/w9222)
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. The Quarterly Journal of Economics 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bakas, D., Triantafyllou, A., (2018). The impact of uncertainty shocks on the volatility of commodity prices. J. Int. Money Finance 87, 96–111. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.06.001>
- Boyan, Jovanovic and Sai Ma (2020). Uncertainty and Growth Disasters. International Finance Discussion Papers 1279. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2020.1279>

- Boyd, J. H. & Smith, B. D. (1998), Capital market imperfections in a monetary growth model. *Economic Theory*, 11(2): 241-27. <https://www.jstor.org/stable/25055079>
- Bordo, M.D, Siklos P, (2017a). Central Bank Credibility before and after the Crisis, *Open Economies Review*, 1(28), 19-45. DOI: [10.1007/s11079-016-9411-2](https://doi.org/10.1007/s11079-016-9411-2)
- Blackburn, K. (2001) Can Stabilisation Policy Reduce Long-Run Growth; *The Economic Journal*. Vol. 109, January: 70. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00391>
- Bekoe, William, Adom. K., Philip, (2013). "Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in Ghana: An Empirical Investigation," *International Journal of Economics and Financial Issues*, *Econjournals*, vol. 3 (2), p.276-293. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/394>
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *Quarterly Journal of Economics*. 98(1), 85 –106. *Journal of Econometrics*. 146(2): 304–17. <https://doi.org/10.2307/1885568>
- Baldassarre, F. & Campo, R. (2016), Sustainability as a marketing tool: To be or to appear to be? *Business Horizons*, 59(4): 421-429. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.03.005>
- Bailey, R.E. (2005). *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press, 548 pages. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817458>
- Bianchi, Francesco, Cosmin L. Ilut, and Martin Schneider. (2014). Uncertainty Shocks, Asset Supply and Pricing over the Business Cycle; NBRE Working Paper Series No. 20081. Cambridge: National Bureau of Economic Research. DOI [10.3386/w20081](https://doi.org/10.3386/w20081)
- Bloom, Nicholas. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica* 77: 623–85.18. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>
- Bermpei, T., Kalyvas, A., Nguyen, T.C., (2018). Does institutional quality condition the effect of bank regulations and supervision on bank stability? Evidence from emerging and developing economies. *Int. Rev. Financ. Anal.* 59, 255–275. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.06.002>
- Caballero, R. J. (1991). On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship. *The American Economic Review*, 81(1), 279-288. <https://www.jstor.org/stable/2006800>
- Carriero, Andrea, Todd E Clark, and Massimiliano Marcellino, (2018), Measuring uncertainty and its impact on the economy, *Review of Economics and Statistics*, 100 (5), 799.815. https://doi.org/10.1162/rest_a_00693
- Campbell, J.Y., Giglio, S., Polk, C., Turley, R., (2018). An intertemporal CAPM with stochastic volatility. *J. Financ. Econ.* 128 (2), 207–233. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.011>
- Chen, Zengjing, and Larry G. Epstein. (2002). Ambiguity, Risk, and Asset Returns in Continuous Time. *Econometrica* 70: 1403–45. [CrossRef]. DOI: [10.1111/1468-0262.00337](https://doi.org/10.1111/1468-0262.00337)
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E. & Vercelli, A. (2009), Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87(1): 185-197. DOI: [10.1007/s10551-008-9793-1](https://doi.org/10.1007/s10551-008-9793-1)
- Cheung, A. W. K. (2011), Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99(2): 145-165. DOI: [10.1007/s10551-010-0646-3](https://doi.org/10.1007/s10551-010-0646-3)
- Chi, Q., Li, W., (2017). Economic policy uncertainty, credit risks and banks' lending decisions: Evidence from Chinese commercial banks. *China J. Account. Res.* 10, 33–50. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.12.001>
- Chih-Hsiang Hsu, Hsiu-Chuan Lee, Donald Lien, (2020), Stock market uncertainty, volatility connectedness of financial institutions, and stock-bond return correlations. *International Review of Economics & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.08.002>
- De Souza Cunha, F. A. F. & Samanez, C. P. (2013), Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117(1): 19-36. DOI: [10.1007/s10551-012-1484-2](https://doi.org/10.1007/s10551-012-1484-2)

- Dagher, J., Dell’Ariccia, G., Laeven, L., Ratnovski, L., Tong, H., (2020). Bank capital: A Seawall approach. *Int. J. Central Bank.* 16, 249–291. [Handle: RePEc:ijc:ijcjou:y:2020:q:1:a:7](https://doi.org/10.2307/1884324)
- Ellsberg, Daniel. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics* 75: 643–69. [CrossRef]. <https://doi.org/10.2307/1884324>
- Epstein, Larry G., and Tan Wang. (1994). Intertemporal Asset Pricing under Knightian Uncertainty. *Econometrica* 57:937–69. [CrossRef]. <https://doi.org/10.2307/2951614>
- Epstein, Larry G., and Martin Schneider. (2010). Ambiguity and Asset Markets. *Annual Reviews of Financial Economics* 2: 315–34. [CrossRef]. [DOI 10.3386/w16181](https://doi.org/10.1146/annurev-fin.02.01.10.01)
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fatas, A. (2002) The Effect of Business Cycles on Growth; working paper, No. 156, May. [Handle: RePEc:chb:bcehw:156](https://doi.org/10.3386/w10156)
- Fazio D.M, Tabak B.M, Daniel O. Cajueiro D.O. (2015). Inflation targeting: Is IT to blame for banking system instability. *Journal of Banking & Finance*, 59, 76–97. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.05.016>
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3–56. [CrossRef]. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fernandes, J. L. B.,Pena, J.I., &Tabak, B. (2010). Behavior finance and estimation risk in stochastic portfolio optimization. *Applied Financial Economics*, <https://doi.org/10.1080/09603100903493211>.
- Fountas, S., Karanasos, M., (2006), "The relationship between economic growth and real uncertainty in the G3", *Econ Model*, Vol.23, No. 4, pp:638–647. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2006.03.002>
- Golob, J., (1994), "Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 79:pp. 27-38. [Handle: RePEc:fip:fedker:y:1994:i:qiii:p:27-38:n:v.79no.3](https://doi.org/10.2307/352738)
- Gospodinov, N, Jamali, I.,(2015). The response of stock market volatility to futures-based measures of monetary policy shocks, *International Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 37(C), 42- 54. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.001>
- Gomes, Joao, Leonid Kogan, and Lu Zhang. (2003). Equilibrium Cross Section of Returns. *Journal of Political Economy* 117: 941–86. [CrossRef]. <https://doi.org/10.1086/375379>
- Gulen, H. & Ion, M. (2013). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*. 29 (3): 523- 564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Guceri, I., Albinowski, M., (2021). Investment responses to tax policy under uncertainty. *J. Financ. Economics*, Volume 141, Issue 3, September 2021. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.032>.
- Hartman, R. (1972). The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment. *Journal of Economic Theory*, 5, 258-266. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(72\)90105-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(72)90105-6)
- Heba Ali, Aya Yasser Hegazy, (2022), Dividend policy, risk and the cross-section of stock returns: Evidence from India. *International Review of Economics & Finance*. Volume, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.002>
- Helmut L and Markus (2004). “Appled Time Series Econometrics”. in Cambridge Books from Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511606885>
- Hengge, Martina,(2019).Uncertainty as a Predictor of Economic Activity. Graduate Institute of International and Development Studies International Economics Department Working Paper Series. <http://hdl.handle.net/10419/230325>

- Huynh, T.L.D., Nasir, M.A., Nguyen, D.K., (2020). Spillovers and connectedness in foreign exchange markets: The role of trade policy uncertainty .The Quarterly Review of Economics and Finance. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.09.001>
- Iqbal, U., Gan, C., Nadeem, M., (2019). Economic policy uncertainty and firm performance. Appl. Econ. Lett. 27 (10), 765–770. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1645272>
- Jurado, K., Ludvigson, S.C., 7 Ng, S. (2015) . Measuring uncertainty, American Economic Review 105 (3) , 1188-1216. DOI: [10.1257/aer.20131193](https://doi.org/10.1257/aer.20131193)
- Ji Wu ,Yuanyun Yan, Minghua Chen, Bang NamJeon ,(2022), Monetary policy, economic uncertainty and bank risk: Cross-country evidence. Journal of International Money and Finance. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102580>.
- Kale Süleyman, Akkaya Murat (2016), The Relation between Confidence Climate and Stock Returns: The Case of Turkey, Procedia Economics and Finance, 38 (2016) 150 – 162. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30186-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30186-1)
- Kaifeng Li ,Bobo Xia ,Yun Chen ,Ning Ding ,Jie Wang ,(2021),Environmental uncertainty, financing constraints and corporate investment: Evidence from China. Pacific-Basin Finance Journal. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101665>.
- Kang, W., & Ratti, R. A. (2013). Oil shock, policy uncertainty and stock market return. J. int. finance. Markets inst. Money. 26: 305-318. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.07.001>
- Kydland, F. and Prescott, E. (1982) Time to Build and Aggregate Fluctuations; Econometrica, November, Vol. 50(6): 1345-70. <https://doi.org/10.2307/1913386>
- Kose, M.; Prasad, E. and Terrones, M. (2004) How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth & Volatility; Vol. 31, May. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.05.009>
- Laker, B., Roulet, T., (2019). How companies can adapt during times of political uncertainty. Harv. Bus. Rev. <https://hbr.org/2019/02/how-companies-can-adapt-during-times-of-political-uncertainty>.
- Ludvigson, S. C., & Ng, S. (2009). Macro Factors in Bond Risk Premia. Review of Financial Studies. 22(12): 5027–67. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp081>.
- Le, T.N.L., Nasir, M.A., Huynh, T.L.D., (2020). Capital requirements and banks performance under Basel-III: A comparative analysis of Australian and British banks. Quarter. Rev. Econom. Finance. DOI: [10.1016/j.qref.2020.06.001](https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.06.001)
- Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen J Terry, (2018), Really uncertain business cycles, Econometrica, , 86 (3), 1031-1065. <https://doi.org/10.3982/ECTA10927>.
- Monetary Policy Committee.(2012).The Transmission Mechanism of Monetary Policy. [Availableonline//www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf](https://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf) (accessed on 31March 2014).
- Mirza, S.S., Ahsan, T., (2020). Corporates’ strategic responses to economic policy uncertainty in China. Bus. Strategy Environ. 29 (2), 375–389. <https://doi.org/10.1002/bse.2370>
- Mirman, L. (1981), Uncertainty and Optional Consumption Decisions; Econometrical, January, Vol. 39 (1): 179-185. <https://doi.org/10.2307/1909149>
- Mosab I Tabash, Umar Farooq, Khurram Ashfaq, Aviral Kumar Tiwari.(2022), Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies. Research in International Business and Finance. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101574>.
- Nasir, M.A., (2020). Forecasting inflation under uncertainty: The forgotten dog and the frisbee. Technological Forecasting & Social Change. 158, 120172. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120172>

- Neanidis, Kyriakos C., Savva, Christos S., (2013). "Macroeconomic uncertainty, inflation and growth: Regime-dependent effects in the G7," Journal of Macroeconomics, Elsevier, vol. 35 (C), p. 81-92. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2012.10.005>
- Nguyen, T.C., (2022). Economic policy uncertainty: The probability and duration of economic recessions in major European countries. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101701>.
- Ng, J., Saffar, W., Zhang, J.J., (2020). Policy uncertainty and loan loss provision in the banking industry. Rev. Acc. Stud. 25, 726–777. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3051494>
- Oberndorfer, U., Schmidt, P., Wagner, M. & Ziegler, A. (2013), Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms. Journal of Environmental Economics and Management, 66(3): 497-509. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2013.04.005>
- Odean T. , (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, Journal of Finance, Vol. 53, pp. 1775-1798. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00072>
- Office of Management and Budget The white house Washington ,(2022). Analytical Perspectives, Budget of the United States Government. [Availableonline://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/04/spec_fy2023.pdf](https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/04/spec_fy2023.pdf)
- Ongsakul, V., Treepongkaruna, S., Jiraporn, P., Uyar, A., (2021). Do firms adjust corporate governance in response to economic policy uncertainty? Evidence from board size. Financ. Res. Lett. 39, 101613. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101613>
- Panetta, F. (2002), The stability of the relation between the stock market and macroeconomic forces. Economic Notes, 31(3): 417-450. [This Version is available at: http://hdl.handle.net/11159/454926](http://hdl.handle.net/11159/454926)
- Pastor, L., & Voronesi. P. (2013). Political uncertainty and risk premia. Journal of Finance Economic. 110: 520-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>.
- Pereira, R. M. (2008); "Investment and Uncertainty in Machinery and Real Estate". Revista Brasileira de Economia, 62 (3): 279-298. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402008000300003>
- Pindyck, R.S. (1982). Adjustment Costs, Uncertainty, and the Behavior of the Firm. American Economic Review, 72, 415-427. <https://www.jstor.org/stable/1831541>
- Pindyck, R.S. (1988). Irreversible Investment, Capacity Choice, and the Value of the Firm. American Economic Review, 78, 969-985. <https://www.jstor.org/stable/1807160>
- Reza Tajaddini a, Hassan F. Gholipour,(2021), Economic uncertainty and business formation: A cross-country analysis, Journal of Business Venturing Insights. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2021.e00274>.
- Raghavendra, R.H., Velmurugan, P.S., (2016). Relationship between spot and futures markets of selected agricultural commodities in India: an efficiency and causation analysis. Soc. Sci. Electron. Publishing 5 (1), 1–8. [DOI:10.4172/2167-0234.1000160](https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000160)
- Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. Journal of Empirical Finance, 16(3), 394-408 <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.01.002>
- Serven, L. (1998). Macro Economic Uncertainty and Private Investment in Developing Countries an Empirical Investigation. Policy Research Working Paper, 2035, World Bank, Development Research.Group, Macro economics. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2035>.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2006). Forecasting with Many Predictors. In Handbook of Forecasting, edited by Hashem M. Pesaran and Martin Weale, 515–54. [DOI: 10.1016/S1574-0706\(05\)01010-4](https://doi.org/10.1016/S1574-0706(05)01010-4)
- Syed Shams ,Abeyratna Gunaskerage ,Eswaran Velayutham. (2022), Economic policy uncertainty and acquisition performance: Australian evidence. International Review of Economics & Finance. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.12.004>.

- Schwarz, L.A.D., Dalm´acio, F.Z., (2020). The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: evidence from Brazil. *Financ. Res. Lett.*, 101676. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101676>
- Svensson L.E.O (2017). Leaning Against the Wind: The Role of Different Assumptions About the Costs. National Bureau of Economic Research, Inc.NBER Working Papers 23745. DOI 10.3386/w23745
- Sydney C. Ludvigson ,NYU and NBER, Serena .Ng .(2021),Columbia University ,Appendix for Updates of Uncertainty Data, Department of Economics, New York University [Availableonline://www.sydneyludvigson.com/data-and-appendixes](https://www.sydneyludvigson.com/data-and-appendixes).
- Su, X., Zhou, S., Xue, R., Tian, J., (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Account. Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12674>
- Thanh Cong Nguyen ,(2021) , Economic policy uncertainty and bank stability: Does bank regulation and supervision matter in major European economies? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101387>.
- Tiwari, A.K., Nasir, M.A., Shahbaz, M., (2020). Synchronisation of policy related uncertainty, financial stress and economic activity in the United States. *International Journal of Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2127>
- Wen, F., Li, C., Sha, H., Shao, L., (2020). How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101840>.
- 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*. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101553>.
- Weixing Wu, Jing Zhao.(2021). Economic Policy Uncertainty and Household Consumption: Evidence from Chinese Household. *Journal of Asian Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2021.101436>
- Yao Ma, Baochen Yang, Yunpeng Su.(2021). Stock return predictability: Evidence from moving averages of trading volume. *Pacific-Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101494>.
- Yongjian Lyu, Heling Yi, Yu Wei, Mo Yang,(2021). Revisiting the role of economic uncertainty in oil price fluctuations: Evidence from a new time-varying oil market model, *J. Int.Economic Modelling*. DOI: 10.1016/j.econmod.2021.105616
- Ying Sophie Huang ,Jiajia Wua ,Feng Guoc,(2022). Venture capital staging under economic policy uncertainty . *International Review of Economics & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.006>.
- Yongjian Lyu, Heling Yi, Yu Wei ,Mo Yang . (2021) .Revisiting the role of economic uncertainty in oil price fluctuations: Evidence from a new time-varying oil market model. *Economic Modelling*. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105616>.

The role of stock market confidence indicators In the
Conditions of financial uncertainty and uncertainty of
economic policies and its shock on stock returns

Sayeda Narjes Shirmardi¹
Majid Samati²
Hossein Sharifi Renani³

Receive: 30 /June /2024 Acceptance:0 8/ September/2024

Abstract

The purpose of this research is to investigate the role of stock market confidence indicators in the Conditions of financial uncertainty and economic policy uncertainty in the United States and its short-term and long-term shock effects on stock returns (S&P index of the New York Stock Exchange) Using a structural vector autoregressive model Quarterly data in the period 2002-2022. The results indicate that in the short term, the greatest impact of negative shocks is caused by variables such as stock returns, then financial uncertainty, valuation confidence index, economic uncertainty, one-year confidence index and variables of economic policies uncertainty, Crash Confidence Index and Buy-on-Dips Confidence index have almost equally affected stock returns. In the long term, the greatest impact of negative shocks is caused by variables such as stock returns, economic policy uncertainty, Buy-on-Dips Confidence Index, economic uncertainty, one-year confidence index, and then variables financial uncertainty, valuation confidence index, Crash Confidence Index have almost equally affected stock returns

Keywords; Stock Market Confidence, Financial Uncertainty, Economic Policies Uncertainty, Capital Market, Stock Returns.

JEL: B26, C22, D81, E44, G12

¹ Department of Economics, Isfahan Branch (Khorasgan), Islamic Azad University, Isfahan, Iran
shirmardi_narges@yahoo.com

² Department of Economics, Isfahan University, Isfahan, Iran (corresponding author) majidsameti@ase.ui.ac.ir

³ Department of Economics, Isfahan Branch (Khorasgan), Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
h.sharifi@khuif.ac.ir