

Original Article

Threshold effects of corporate governance on stock returns of listed banks despite risk and monetary policy shocks

Seyed Saeed Mousavi^{ID*}, Bijan Safavi^{ID**}, Fatemeh Zandi^{ID+}

<https://doi.org/10.71849/ECO.2025.1187289>

Received:
19/10/2024

Accepted:
09/06/2025

Keywords:

Corporate Governance,
Stock Returns, Banking
Risks, Monetary Policy
Shock, Soft Threshold
Transition Model.

JEL Classification:

G21, G30, G32

Abstract

This study investigates the threshold effects of corporate governance on the stock returns of listed banks in the face of risk and monetary policy shocks, using data from 2013–2014 and applying a panel smooth transition threshold model. The analysis incorporates indices for stock returns, corporate governance, liquidity risk, and credit risk within a descriptive-analytical, applied research framework, relying on documentary methods and post-event data. Results from the model estimation indicate that in the linear regime, liquidity shocks, liquidity risk, and credit risk have a significant negative effect on stock returns at the 95% confidence level, while in the nonlinear regime, corporate governance, bank size, and capital adequacy have a significant positive impact. These findings suggest that improving corporate governance can enhance stock performance and help mitigate the negative effects of financial crises. Therefore, it is recommended that banking policymakers strengthen transparency, accountability, and internal controls to support sustainable stock returns.

*Department of Economics, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran, seyedsaeed.mousavi6486@iau.ac.ir

**Department of Economics, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran, (Corresponding Author), b.safavi@iau.ac.ir

+ Department of Economics, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran, fzandi46@iau.ac.ir

How to Cite: Mousavi, S. S., Safavi, B., & Zandi, F. (2025). Threshold effects of corporate governance on stock returns of listed banks despite risk and monetary policy shocks. *Economic Modeling*, 19(69): 53-82.

1. Introduction

Risk and rates of return are fundamental concepts in financial economics. Generally, investors aim to implement strategies that maximize returns while minimizing risk. The price volatility of financial assets is influenced by both systematic (external) and unsystematic (internal) risks (Dahmene et al., 2021). Total risk can be divided into systematic risk, which cannot be eliminated through diversification, and unsystematic risk, which can be mitigated; systematic risk arises from factors outside the market (Foroughi & Jahanbakhsh, 2020). Over the past three decades, Iran has faced various macro-level risks, including economic, financial, and political risks, which affect market activity and efficiency (Mohseni et al., 2019). At the macro level, such risks and instability significantly impact financial markets like the stock market (Hashemi Kochaksaraei et al., 2020).

Corporate governance essentially refers to the framework of rules, legal, cultural, and institutional arrangements that guide a company's decision-making and performance. Key elements include shareholders and their ownership structure, the board of directors and its composition, company management led by the CEO, and other stakeholders who can influence company actions (Zhou et al., 2021). This paper examines the role of financial intermediation and the threshold effects of corporate governance on the stock returns of listed banks, considering risk and monetary policy shocks, using the Panel Smooth Transition Threshold Auto Regression (PSTR) model.

2. Literature Review

Corporate governance systems vary based on the management style and legal environment in which a company operates. Internally, corporate governance mechanisms include key stakeholders such as the board of directors and ownership structure, while externally, they involve market controls and the legal-regulatory framework. Emphasizing the role of financial intermediation, this study investigates the threshold effects of corporate governance on the stock returns of listed banks amid risk and monetary policy shocks, using the Panel Smooth Transition Threshold Autoregression (PSTR) model. Given the significance of this issue in shaping banks' monetary and financial policies, conducting this research is both timely and necessary.

3. Methodology

This research is applied in terms of its purpose, descriptive in its analytical nature, and classified as post-event research with respect to data collection. The statistical population consists of data from listed banks over the period 2013 to 2022 (1392 to 1401 in the Iranian calendar). For model estimation, this data is used within the framework of a Panel Smooth Transition Regression (PSTR) model, which is estimated using EViews and Stata software.

4. Analysis and Discussion

Based on the model estimation results, liquidity shocks have a negative impact on the stock returns of selected listed banks in Iran. As liquidity shocks increase and the overall

liquidity in the economy rises, inflation rates have also escalated in recent years. Under such inflationary pressures, borrowers are less motivated to repay their loans, leading to higher loan arrears for banks. This, in turn, reduces banks' profit margins and stock returns in the stock market.

Similarly, liquidity risk negatively affects the stock returns of these banks. Managing liquidity is a critical function of financial management for banks. Holding cash in current accounts, with the central bank, or as legal reserves helps reduce liquidity risk but simultaneously limits investment opportunities, ultimately reducing profitability. As liquidity risk rises in the banking system, profit margins decline, causing a drop in stock returns.

Credit risk, identified as a primary banking risk, also negatively influences stock returns. This risk arises when borrowers are unable or unwilling to meet their obligations. The impact of credit risk is traditionally measured by the financial loss resulting from borrower defaults. Since the loan portfolio forms the core of commercial banks' assets, banks must carefully assess borrowers' creditworthiness before granting loans. Losses from credit risk can materialize even before actual default, as credit risk represents the possibility of loss due to a deterioration in a borrower's ability to fulfill obligations. As credit risk increases and banks' lending capacity decreases, stock returns decline accordingly, as reflected in the model estimation results.

5. Results

The estimation results of the nonlinear part of the model (second regime) reveal that corporate governance, bank size, and capital adequacy have a positive and significant effect on the stock returns of the selected banks. These findings suggest that companies with higher corporate governance quality tend to exhibit greater stock liquidity. As corporate governance improves, the frequency and volume of stock trading sessions also increase, reflecting enhanced stock liquidity. This may be because stronger corporate governance leads to better oversight by shareholders, resulting in more accurate, timely, and comprehensive company information. By reducing information asymmetry, shareholders trade with greater confidence, thereby increasing transaction volume and liquidity. This aligns with signaling theory, which posits that companies provide transparent financial information to gain investor trust and attract capital in a competitive market.

Stock liquidity is a key advantage of the stock exchange, as investors prefer assets that can be traded quickly and at low cost. Since investors expect returns proportional to the risks they bear, illiquidity is considered a risk for which they demand compensation. Bid argues that higher stock liquidity intensifies capital market pressure on managers to focus on short-term results, potentially encouraging short-term management strategies. Conversely, other scholars believe that increased liquidity enhances shareholder control over management through heightened scrutiny and the threat of selling shares, motivating managers to strengthen long-term company value and reputation, including dividend policies.

These results are consistent with the findings of Afsari et al. (2019), Monir et al. (2019), and Salehi Kordabadi, Sajjad, and Zaddousti (2013), who also reported a significant positive relationship between corporate governance quality and stock returns in banks and companies, reinforcing the conclusions of this study.

Funding

No financial support was received for this study.

Declaration of Competing Interest

The author declares no conflicts of interest related to the content of this article.

Acknowledgments

We thank anonymous reviewers for their useful comments greatly contributing to Improving our work.



پژوهشی

اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی^۱

سیدسعید موسوی^{*}، بیژن صفوی^{**}، فاطمه زندی⁺

<https://doi.org/10.71849/ECO.2025.1187289>

چکیده

هدف مقاله بررسی اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی است. بدین منظور از شاخص بازده سهام، حاکمیت شرکتی و شاخص‌های ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری در چارچوب رگرسیون انتقال ملایم و نیز داده‌های مربوط به بانک‌های بورسی طی بازه زمانی ۱۳۹۲ - ۱۴۰۱ با استفاده از مدل حد آستانه‌ای انتقال ملایم پانل استفاده شد. این پژوهش، توصیفی - تحلیلی و هدف آن، کاربردی است. روش جمع‌آوری اطلاعات، اسنادی بوده و داده‌های آماری آن نیز در دسته تحقیقات پس‌رویدادی قرار می‌گیرد. به‌طور کلی، نتایج برآورد مدل نشان داد که متغیرهای تحقیق معنادار و نتایج آنها پذیرفتنی است. نتایج برآورد خطی مدل (رژیم اول) نشان داد که متغیرهای شوک نقدینگی، ریسک نقدینگی و اعتباری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار و منفی است؛ این نتیجه بدین معناست که متغیرهای یادشده بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران تاثیر منفی دارند؛ ازسوی دیگر، نتایج برآورد غیرخطی مدل (رژیم دوم) نشان داد که متغیرهای حاکمیت شرکتی و اندازه بانک و کفایت سرمایه بر بازده سهام بانک‌های منتخب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار و مثبت است؛ این سخن بدین معناست که متغیرهای یادشده بر بازده سهام بانک‌های منتخب تاثیر مثبت دارند. براساس نتایج پیشنهاد می‌شود سیاستگذاران بانکی به ارتقای ساختار حاکمیت شرکتی در بانک‌ها بپردازند تا از این طریق با هدف عبور از آستانه‌های بحرانی موجب افزایش بازده سهام و کاهش اثرات منفی بحران‌های مالی شوند و برای این منظور بانک‌ها باید شفافیت، پاسخگویی و کنترل‌های داخلی را تقویت کنند تا به بهبود عملکرد سهام دست یابند.

تاریخ دریافت:

۱۴۰۳/۰۷/۲۸

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۴/۰۳/۱۹

واژگان کلیدی:

حاکمیت شرکتی، بازده سهام، ریسک‌های بانکی، شوک سیاست پولی، مدل انتقال ملایم آستانه‌ای (PSTR).

طبقه‌بندی JEL:

G21, G30, G32

^۱ مقاله مستخرج از رساله دکتری نویسنده اول است.

seyedsaeed.mousavi6486@iaui.ac.ir

^{*} گروه اقتصاد، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

b.safavi@iaui.ac.ir

^{**} گروه اقتصاد، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول).

fzandi46@iaui.ac.ir

⁺ گروه اقتصاد، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۱. مقدمه

در ادبیات «اقتصاد مالی»^۱، محوری‌ترین موضوع سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی، مسئله «ریسک - بازدهی»^۲ است. درواقع، سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی به دنبال اتخاذ راهبردی هستند که با کمترین ریسک، بیشترین بازدهی را به دست آورند. نوسان قیمت دارایی‌های بازار مالی تحت تأثیر ریسک‌های سیستماتیک^۳ (عوامل خارجی) و غیرسیستماتیک^۴ (داخل بازار) است (دهمنه و همکاران، ۲۰۲۱). ریسک غیرسیستماتیک را می‌توان با متنوع‌سازی^۵ دارایی‌های مالی کاهش داد؛ اما، ریسک سیستماتیک تحت تأثیر متغیرهای خارج از بازار هستند و با متنوع‌سازی کاهش نمی‌یابند. ریسک سیستماتیک تحت تأثیر متغیرهای زیادی است؛ برای مثال، تغییرات سیاسی در بدنه حاکمیت، از آنجا که تغییراتی در دیدگاه‌های اقتصادی در پی دارد، تأثیر ملموس و سریعی بر بورس اوراق بهادار می‌گذارد. همچنین، ریسک‌های مالی و اقتصادی نیز باعث نوسانات زیاد در متغیرهای اقتصاد کلان شده و بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. چنانچه از دیدگاه سرمایه‌گذاران، مقدار ریسک در حد غیرقابل قبولی باشد، ترفندهای مالی^۶ برای جلب سرمایه موفق نخواهد شد (فروغی و جهان‌بخش، ۱۳۹۹). در سه دهه اخیر، ایران شاهد ریسک‌های زیادی در سطح کلان جامعه در سطوح مختلف بوده است (محسنی و همکاران، ۱۳۹۸). افزایش ریسک در سطوح اقتصادی، مالی و سیاسی بر سطح فعالیت‌ها و کارایی بازارها اثرگذار است؛ برای مثال، تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف و بودجه‌بندی سرمایه‌ای با استفاده از معیارهایی چون معیار ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه‌گذاری و به حداقل رساندن هزینه سرمایه برای شرکت‌ها، عمدتاً به برآورد نوسانات بازار در آینده یا به عبارت دیگر، به انتظارات آینده از اقتصاد بستگی دارد.

افزون بر این، در سطح کلان نیز ریسک و بی‌ثباتی با تأثیرگذاری بر انتظارات و نیز هزینه سرمایه بازارهای مالی مانند بازار سهام را متأثر خواهد ساخت (هاشمی کوچکسرای و همکاران، ۱۳۹۹). نوسان شدید در متغیرهای اقتصادی، از نشانه‌های مهم وجود نااطمینانی در سیستم اقتصادی است؛ از این رو، یکی از دلایلی که باعث می‌شود، بخش خصوصی کشورهای در حال توسعه (شامل ایران) تمایل کم‌تری به ورود در عرصه اقتصاد داشته باشند، نوسان‌های متغیرهای اقتصادی است، که هم از نظر سودآوری و هم از نظر هزینه‌های سرمایه‌گذاری، به نااطمینانی در سرمایه‌گذاری منجر می‌شوند (کامیابی و نصیری، ۱۳۹۷). در چنین وضعیتی، بنگاه‌های ریسک‌گریز^۷، سطح سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند و بنگاه‌های ریسک‌پذیر^۸ نیز با افزایش نااطمینانی^۹، سرمایه‌های بازگشت‌ناپذیر^{۱۱} خود را کاهش می‌دهند (لونی و همکاران، ۱۴۰۰).

در ایران هم چون کشورهای جهان، توسعه بازارهای مالی، یکی از مهمترین ارکان توسعه اقتصادی، در زمره اهداف اصلی دولت و دستگاه‌های حکومتی قرار داشته است. به همین دلیل، گسترش و پیشرفت روزافزون بازارهای مالی در

¹ Financial Economics

² Risk-Return

³ Systematic Risks

⁴ Unsystematic Risk

⁵ Dahmene et al.

⁶ Diversification

⁷ Financial Tricks

⁸ Risk-averse Firms

⁹ Risk-taking Firms

¹⁰ Uncertainty

¹¹ Non-returnable Capitals

کشور و ارتقای سطح خدمات مالی در بازار، موجب اهتمام جدی اندیشمندان و فعالان این رشته از فعالیت‌های کسب و کار، برای تشکیل بازارهای سرمایه‌ای شده است (عبدی و همکاران، ۱۴۰۱).

تجربه‌های اقتصادی جهان، به‌ویژه، در دو دهه اخیر اثبات کرده است که ثبات اقتصادی کشورها مدیون ثبات بازارهای مالی آنهاست (امیری و پیرداده بیرانوند، ۱۳۹۸)؛ برخی رخدادهای اقتصادی مانند بحران‌های مالی، شوک‌های نفتی و انواع ریسک در چند سال اخیر، شواهدی عینی و تاریخی بر درستی این مدعاست. صندوق بین‌المللی پول (IMF)^۱ هزینه‌های بحران مالی اخیر جهان را در حدود ۱۱/۹ تریلیون دلار برآورد کرده است. پژوهش‌های گوناگون نشان می‌دهد بین ارزش پول ملی، عدم ثبات مالی، نوسانات ارزی، ریسک و عملکرد بانک‌ها، رابطه منفی وجود دارد (برای مثال بنگرید به: بوباکر و همکاران^۲، ۲۰۱۹؛ افندی^۳، ۲۰۱۹؛ لطف و عمرخیل^۴، ۲۰۱۸). این نکته، به‌ویژه، در مورد کشورهایی که اقتصاد آنها «در حال گذار» عنوان شده، صادق است. با افزایش رقابت در فعالیت‌های سنتی، پیچیده شدن مبادلات و گسترش بازارهای مالی، فعالیت بانک‌های تجاری و تخصصی، هر روز ابعاد گسترده‌تری به خود می‌گیرد و بانک‌ها پیوسته تلاش می‌کنند با اجرای سیاست‌های مناسب با تقاضای بازار و تنوع بخشیدن به خدمات خود، سهم بیشتری از تقاضای بازار را به خود اختصاص دهند (لو و ژانگ^۵، ۲۰۲۰).

برخی از اقتصاددانان بر این باورند که توسعه بازارهای مالی تاثیر انگارناپذیری در عملکرد و بازده شاخص‌ها در ایران داشته است، تا حدی که امروزه در اکثر کشورهای در حال توسعه اسلامی نظیر مالزی و عربستان بخش عمده‌ای از تحولات در اقتصاد جهانی را به این بازارها نسبت می‌دهند؛ اما شرایط در ایران متفاوت است؛ زیرا به دلیل دولتی بودن بخش بزرگی از نظام مالی، خدمات بانکی ناکارآ، کمبود منابع، ساختار دوگانه بخش مالی (رسمی و غیررسمی) و غالب بودن عملکرد بخش غیررسمی، نهادها و موسسات مالی از کارایی مطلوب برخوردار نیستند، از این رو برخی از اقتصاددانان کندی رشد توسعه و عدم ثبات بازارهای مالی را به ناکارآمدی و توسعه نیافتگی بخش مالی و عدم ثبات در این بخش نسبت می‌دهند و اصلاحات نظام‌مند این بخش را برای دستیابی به توسعه مالی بخش بانکی سریع‌تر توصیه می‌کنند (طهماسبی و همکاران، ۱۴۰۲).

نتایج مطالعاتی نظیر دهمنه و همکاران (۲۰۲۱)، بوباکر و همکاران (۲۰۱۹) و کبیر حسن و همکاران (۲۰۱۸)^۶ نشان داده‌اند که ثبات و توسعه بازار مالی، ثبات بازار سرمایه و بازار پول بر بازده سهام در بین تمام کشورها یکسان نخواهد بود، بلکه به سطح توسعه مالی، ثبات بازار سرمایه و بازار پول، نوسانات ارزی، ریسک و شوک‌های سیاست پولی بستگی دارد. در کشورهای با سطح توسعه مالی، ثبات بازار سرمایه و بازار پول پایین این اثر نامشخص خواهد بود. در برخی از مطالعات نظیر بوباکر و همکاران (۲۰۱۹)، افندی (۲۰۱۹) و علی و پروین^۷ (۲۰۱۸) این اثر، مثبت است و اما در برخی مطالعات دیگر، نظیر کبیر حسن و همکاران (۲۰۱۸)، لطف و عمرخیل (۲۰۱۸) این اثر، صفر و حتی منفی نیز گزارش شده است. در کشورهای با سطح توسعه مالی بالا، ثبات بازار سرمایه و بازار پول، این اثرات بر بازده سهام حتماً مثبت خواهد بود.

^۱ International Monetary Fund (IMF)

^۲ Boubaker et al.

^۳ Effendi

^۴ Lutf & Omarkhil

^۵ Luo & Zhang

^۶ Kabir Hassan et al.

^۷ Ali and Parveen

به‌زعمِ هاگس و مستر^۱ (۲۰۱۱) در بازارهای مالی بزرگ‌تر فرصت‌های بیشتری برای مدیریت ریسک ایجاد می‌شود؛ بنابراین، بازارهای مالی بزرگ‌تر، کاراتر هستند. همچنین، ساندراراجان و بالینو^۲ (۱۹۹۱) براساس تجربه کشورهای مختلف نشان داده‌اند که توسعه سیستم مالی در صورتی اثربخش خواهد بود که مقامات اجرایی برای مدیریت این توسعه مهارت کافی داشته باشند. قسمت عمده این مهارت نیز در فرایند یادگیری در هنگام عمل ایجاد می‌شود؛ یعنی با مجریان کارآمد، بخش مالی می‌تواند تا اندازه‌ای توسعه یابد، قبل از آنکه قوانین آن پیچیده شود و سبب افزایش کارایی بانک‌ها شود.

در یک نگاه کلی، حاکمیت شرکتی^۳، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهام‌داران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (ژو و همکاران^۴، ۲۰۲۱).

براساس تعریف صندوق بین‌المللی پول (IMF) و سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD)^۵ حاکمیت شرکتی عبارت است از: «ساختار روابط و مسئولیت‌ها در میان یک گروه اصلی شامل سهام‌داران، اعضای هیئت مدیره، مدیرعامل و سایر طرف‌های ذیربط برای ترویج عملکرد بهتر در رقابت برای دستیابی به اهداف اولیه مشارکت و تنظیم معیارها و مکانیسم‌های نظارتی و کنترلی». حاکمیت شرکتی در تعریف سازمان فدراسیون بین‌المللی حسابداران (IFAC)^۶ (۲۰۰۴) عبارت است از: «مسئولیت‌ها و شیوه‌های اعمال‌شده توسط هیئت مدیره و مدیران با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی که تضمین‌کننده دستیابی به اهداف، کنترل مناسب ریسک‌ها و مصرف منابع به‌طور مسئولانه باشد». از نظر تری‌کر^۷ (۲۰۰۹) حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست، بلکه مربوط به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آنها به تمام ذینفعان شرکت یا اجتماع است. به عقیده پارکینسون^۸ (۱۹۹۴) حاکمیت شرکتی عبارت است از: «فرایند نظارت و کنترل برای تضمین اینکه مدیریت شرکت مطابق با منافع سهام‌داران عمل می‌نماید» (رسفیعانی و دهقان، ۱۴۰۰).

به‌طور کلی، نظام حاکمیت شرکتی برحسب نوع سیستم مدیریت و محیط قانونی که شرکت در آن محیط فعالیت می‌کند، از ساز و کارهای مختلفی برخوردار است. سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی در برگیرنده اولین گروه ذینفعان

¹ Hughes and Mester

² Sandrarajan and Balino

³ Corporate Governance

حاکمیت شرکتی، سیستمی از قوانین، رویه‌ها و فرایندهایی است که یک شرکت را هدایت و کنترل می‌کند و از پاسخگویی آن به ذینفعان و عملکرد اخلاقی آن اطمینان می‌دهد. بر ایجاد تعادل بین منافع ذینفعان مختلف ازجمله سهام‌داران، کارکنان، مشتریان و جامعه گسترده‌تر تمرکز دارد. حاکمیت شرکتی خوب به کسب‌وکارها کمک می‌کند تا تصمیم‌گیری، ریسک و نظارت هیئت‌مدیره را به‌طور مؤثر مدیریت کنند که درنهایت، به پایداری و موفقیت بلندمدت منجر می‌شود.

⁴ Zhou et al.

⁵ Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)

⁶ International Federation of Accountants

فدراسیون بین‌المللی حسابداران یا سازمان جهانی حسابداری حرفه‌ای با تقویت سطح علمی و دانش حسابداران و کمک به توسعه اقتصاد بین‌المللی قوی برای خدمت به منافع عمومی اختصاص داده شده است و مقر آن در نیویورک است.

⁷ Tricker

⁸ Parkinson

در شرکت‌ها، یعنی، هیئت مدیره و ساختار مالکیت است و سازوکار خارجی، دربرگیرنده بازار خارجی برای کنترل شرکت و سیستم حقوقی و قانونی است (دهمنه و همکاران، ۲۰۲۱).

از آنجا که در این پژوهش بر نقش واسطه‌گری مالی، آثار آستانه‌ای حاکمیت شرکتی در بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی تاکید شده است، در ادامه، به بررسی موضوع در بانک‌های بورسی با استفاده از مدل خودرگرسیون آستانه انتقال ملایم پانل (PSTR)^۱ پرداخته می‌شود. با توجه به اهمیت موضوع و نقش آن در فرایند سیاست پولی و مالی بانک‌ها و حاکمیت شرکتی در آن، اجرای تحقیق حاضر ضروری است؛ زیرا در فضای ادبیات مالی کشور چنین تحقیقی با ویژگی‌های ذکرشده تاکنون انجام نشده است. ازجمله نوآوری‌های این پژوهش نحوه امتیازدهی قدرت حاکمیت شرکتی است که ترکیبی از مکانیسم‌های نظارتی داخلی (ویژگی‌های هیئت مدیره، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و حسابرس داخلی) و مکانیسم نظارت خارجی مانند کیفیت حسابرسی است. به‌علاوه، این موضوع می‌تواند به سرمایه‌گذاران و معامله‌گران برای تنظیم تصمیمات تجاری آنها کمک کند و بانک‌ها قادر خواهند بود که بدانند کدام عوامل بر نقدشوندگی بازار سهام آنها تاثیرگذار است. افزون‌براین، نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام گردد که خود نوآوری این مطالعه محسوب می‌گردد؛ زیرا یافته‌های این پژوهش روش‌های کاربردی‌ای برای مدیریت فراهم می‌کند تا بانک‌هایی که می‌خواهند نقدشوندگی سهام خود را بهبود ببخشند، بهترین روش‌های حاکمیت شرکتی را با هدف کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی به‌کار گیرند.

برای دستیابی به اهداف ساختار مقاله به این‌صورت تنظیم شده است: در ادامه، پس از مقدمه، در بخش دوم، ادبیات پژوهش شامل مبانی نظری (چهارچوب‌بندی نظری) و پیشینه پژوهش (نتایج مطالعات تجربی) مرور می‌شود؛ در بخش سوم، مدل، روش تحقیق و آزمون‌های مورد استفاده بیان شده است. بخش چهارم نیز به نتایج آزمون‌ها و برآورد مدل اختصاص یافته و در بخش پنجم، خلاصه و نتیجه‌گیری عرضه می‌شود.

۲. مروری بر ادبیات موضوع

مبانی نظری

طبق تعریف سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، راهبری شرکتی^۲ یا حاکمیت شرکتی، عبارت است از رویه‌ها و فرایندهایی که طبق آنها سازمان، هدایت و کنترل می‌شود. چهارچوب‌های نظری متفاوتی برای توضیح و تحلیل اصول راهبری شرکتی مطرح شده است که هر یک از آنها با استفاده از واژگان، ادبیات و منظر متفاوتی به موضوع اصول راهبری شرکتی پرداخته‌اند و ناشی از زمینه علمی خاصی هستند که از آن منظر به راهبری شرکتی می‌نگرند. از یک منظر می‌توان این نظام را رابطه مدیران با سهام‌داران دانست که مبنای نظری آن «نظریه نمایندگی»^۳ است (شمس‌الدینی

^۱ Panel Smooth Transition Regression Model (PSTRM)

^۲ Corporate Governance

^۳ Agency Theory

نظریه نمایندگی، چهارچوبی است که رابطه بین اصول‌گذاران (کسانی که استخدام می‌کنند) و نمایندگان (کسانی که به نمایندگی از اصول‌گذاران عمل می‌کنند) را توضیح می‌دهد. این نظریه پتانسیل تضادهایی را که زمانی ایجاد می‌شود که منافع اصول‌گذار و نماینده هم‌سو نباشد، مورد تاکید قرار می‌دهد؛ به‌ویژه در زمینه‌های تجاری که اصول‌گذار به نماینده تکیه دارد تا تصمیماتی بگیرد که می‌تواند بر نتایج تاثیر بگذارد. این نظریه توسط مایکل سی. یسن (Michael C. Jensen) و ویلیام مک‌کلینگ (William Meckling) به شهرت رسید و بر اهمیت هم‌راستا کردن مشوق‌ها برای کاهش مشکلات نمایندگی تأکید می‌کند.

و همکاران، ۱۳۹۷). زمینه علمی این دیدگاه راجع به راهبری شرکتی به زمینه مالی و اقتصادی بازمی‌گردد. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع‌تر، راهبری شرکتی، رابطه شرکت با تمام ذینفعان خود را دربرمی‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان «نظریه ذینفعان»^۱ دانست. نظریه ذینفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع اصول راهبری شرکت است (بیانی و محمدی، ۱۳۹۸).

از لحاظ نظری تفاوت‌های مشخصی بین دو الگوی نظریه وجود دارد که در نگاه اول این دو نظریه را با یکدیگر سازش‌ناپذیر می‌سازد. لیکن با بررسی دقیق‌تر می‌توان به شباهت‌های بین این دو نظریه پی برد؛ برای مثال، مدیران به‌عنوان یک گروه از ذینفعان در موضع کنترل نهایی قرار دارند؛ زیرا آنها دارای قدرت تصمیم‌گیری می‌باشند که به آنها اجازه می‌دهد، تا منابع شرکت را به‌صورتی موافق با ادعاهای سایر گروه‌های ذینفع، تخصیص دهند (باتومن و همکاران^۲، ۲۰۲۲).

چندین نظریه متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است که هر یک از آنها با استفاده از واژگان مختلف، زمینه علمی خاص و به‌صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند؛ برای مثال، نظریه نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی؛ نظریه هزینه معاملات^۳ از دیدگاه اقتصادی، حقوقی و سازمانی و نظریه ذینفعان از دیدگاه اجتماعی به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند (فن و همکاران^۴، ۲۰۲۱). هدف اصلی حاکمیت شرکتی رفع تضاد منافع بین سهام‌داران اکثریت و اقلیت، بین سهام‌داران و مدیریت است؛ زیرا حاکمیت شرکت به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود. شرکت با حاکمیت شرکتی قوی، معمولاً با سطح شفافیت عملیاتی و مالی همراه است و سطح بالای کیفیت افشای اطلاعات بر عدم‌تقارن اطلاعاتی کم‌تر و نقدشوندگی بازار سهام بالاتر دلالت دارد. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی که نظارت‌های مدیریتی را افزایش می‌دهد، به بهبود محیط اطلاعاتی منجر می‌شود (هویتاش و مکرтчیان^۵، ۲۰۲۲).

ببچوک و کوهن^۶ (۲۰۰۵) نشان دادند که قدرت حاکمیتی شرکت می‌تواند مدیریت ارشد را از مصادره ارزش شرکت محدود کند. وجود تمرکز مالکیت می‌تواند تعداد سهام عادی موجود را برای معامله کاهش دهد و در نتیجه، نقدشوندگی بازار سهام از طریق فعالیت‌های مبادلاتی کاهش می‌یابد (کلیکومه و موریتالا^۷، ۲۰۱۹). تحقیقات محدودی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام^۸ را مستند کرده‌اند (لودویگسون و همکاران^۹، ۲۰۲۲). دامیترسکا^{۱۰}

¹ Stakeholder Theory

نظریه ذینفعان، یک مفهوم در مدیریت سازمانی و اخلاق کسب‌وکار است که بر اهمیت در نظر گرفتن تمام طرف‌های متأثر از یک کسب و کار، از جمله کارمندان، تأمین‌کنندگان، مشتریان و جامعه و سهام‌داران تأکید می‌کند. این نظریه بیان می‌کند که ایجاد ارزش برای همه ذینفعان به نتایج کلی بهتر برای سازمان منجر می‌شود. این نظریه کسب‌وکارها را تشویق می‌کند که روابط و ارتباطات خود را با ذینفعان مختلف بهینه سازند و در نتیجه، کارایی پروژه‌ها و رویه‌های اخلاقی را بهبود بخشند. در نهایت، این نظریه پیشنهاد می‌کند که موفقیت یک شرکت به توانایی آن در برآورده کردن نیازهای تمام ذینفعانش بستگی دارد و نه فقط کسانی که از سهام آن سود می‌برند.

² Batuman et al.

³ Transaction Cost Theory

⁴ Fan et al.

⁵ Hoitash & Mkrtchyan

⁶ Bebchuk and Cohen

⁷ Kelikume & Muritala

⁸ Liquidity of Stocks

⁹ Ludvigson et al.

¹⁰ Dumitrescu

(۲۰۱۰) نشان داد که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت تاثیر می‌گذارد؛ زیرا هزینه نمایندگی بالا، تمرکز مالکیت کم، افشای موثر مقررات و حفاظت موثر از سهام‌داران، به نقدشوندگی بیشتر منجر می‌شود. شناسایی شاخص‌های مهم برای سطح بازده مورد انتظار سهام، یکی از مسائل مهم در علوم مالی نوین است. ثروت سهام‌داران به دو عامل «ریسک» و «بازده» بستگی دارد (زراعتی و همکاران، ۱۴۰۲). تعیین بازده آتی به‌طور دقیق امکان‌پذیر نیست؛ بنابراین، سهام‌داران هنگام سرمایه‌گذاری ریسک را می‌پذیرند و برای حداکثر کردن منافع خویش به دنبال پیش‌بینی بازده سهام هستند (تقی‌زاده و همکاران، ۱۴۰۰). بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تحلیل مالی و پیش‌بینی جریان‌های نقدی ورودی آتی به واحد تجاری و به تبع آن، پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند. محققان بر مجموعه‌ای از شاخص‌ها در شرایط گوناگون و از دیدگاه‌های مختلف، مطالعاتی انجام داده‌اند؛ اما هیچ توافق کلی بر سر الگویی که تمام شاخص‌ها را دربرگیرد، وجود ندارد (قوسی و اکبرپور، ۱۳۹۸).

امروزه، با توجه به اهمیت و گسترش روزافزون بازارهای سرمایه در تجهیز و گردآوری سرمایه‌های کوچک فردی در جهت اجرای فعالیت‌های تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران و متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت و بازده سهام در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است. بی‌تردید، سرمایه‌گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و تحقیقا، بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بازار بورس است. همچنین، این بازار به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری، هم برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و هم برای عموم مردم دردسترس است. بورس از پارامترهای کلان اقتصادی و غیراقتصادی و متغیرهای زیاد دیگری تاثیر می‌پذیرد. متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازارهای سرمایه و ناشناخته بودن آنها، موجب نااطمینانی در سرمایه‌گذاری شده است. قسمتی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می‌شود و میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است. علاوه بر پیش‌بینی بازده آتی سهام به وسیله داده‌های تاریخی سری‌های زمانی، شناسایی شاخص‌های مهم برای سطح بازده آتی سهام و ایجاد الگو نیز یکی از جریانات اصلی در تحقیقات مالی است (یونس و همکاران^۱، ۲۰۲۲).

در ادبیات مالی این شاخص‌ها «عوامل ریسک» نامیده می‌شوند. تلاش‌های فراوانی بر مدل‌سازی روابط ریسک و بازده صورت گرفته و محققان، عوامل متعددی را شناسایی کرده‌اند که نشان‌دهنده ریسک هستند، از جمله می‌توان به معیار بتا از مدل قیمتگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نیز مدل سه عاملی فاما و فرنچ^۲ (۲۰۱۱) اشاره کرد. این مطالعات شناختی از دیدگاه‌های مختلف، ماهیت ریسک را بررسی کرده‌اند؛ اما به اجماعی نرسیده‌اند که به درستی نشان‌دهنده تمام عوامل ریسک باشد. ارزش برخی از این عوامل هنوز روشن نشده است و یکی از دلایل اصلی آن، این است که محققان هنگام تعریف و توضیح ریسک مالی از دید شخصی خود عمل می‌کنند و گاه بر عواملی که اهمیت کمی دارند، تمرکز می‌کنند (رایفو و همکاران^۳، ۲۰۲۱).

هر چند بانک‌ها با انواع مختلف ریسک روبرو هستند و به دلایل متعددی در طول سال‌ها با مشکلات زیادی مواجه شده‌اند، اما علت اصلی مشکلات جدی و مهم بانکی کماکان به‌طور مستقیم به عواملی نظیر استانداردهای ضعیف

¹ Younas et al.

² Fama–French Three-Factor Model

³ Raifu et al.

اعطای اعتبار به وام‌گیرندگان و طرف‌های مقابل، مدیریت ضعیف ریسک پرتفوی، کم‌توجهی به تغییرات اقتصادی یا سایر شرایطی که می‌تواند به وخامت موقعیت اعتبار طرف‌های مقابل بانک منجر شود که در یک کلام با ریسک اعتباری ارتباط دارد (کشاوری و رضایی^۱، ۲۰۲۲). ریسک اعتباری^۲ ریسکی است که از نکول یا قصور طرف قرارداد و یا در حالت کلی‌تر، از اتفاقی اعتباری به وجود می‌آید. بررسی تاریخی نشان می‌دهد که این ریسک معمولاً در مورد اوراق قرضه رخ می‌داده است، به این شکل که قرض‌دهنده‌ها از بازپرداخت وامی که به قرض‌گیرنده داده بودند، نگران بودند؛ به همین دلیل، گاهی اوقات، ریسک اعتباری را «ریسک نکول» هم می‌گویند. تاثیر این ریسک، با هزینه جایگزینی وجه نقد ناشی از نکول طرف قرارداد سنجیده می‌شود. ریسک اعتباری یکی از مهم‌ترین عوامل تولید ریسک در بانک‌ها و شرکت‌های مالی است (الفیتوری^۳، ۲۰۲۲).

میزان سهولت تبدیل یک نوع مطالبه یا دارایی به پول نقد، هرچه سریع‌تر به قیمت واقعی نزدیک شود، ریسک نقدینگی آن پایین می‌آید. واحد اندازه‌گیری این ریسک، فاصله بین فروش اعلام‌شده توسط فعالان بازار است. ریسک نقدینگی دارای دو حالت مختلف است: ریسک نقدینگی بازار یا دارایی^۴ و ریسک نقدینگی تامین منابع مالی یا جریان نقدی^۵. ریسک نقدینگی بین انواع دارایی‌ها و در مواردی بسته به شرایط بازار متفاوت است؛ برخی دارایی‌ها، مانند ارزش‌های اصلی با اوراق، بازارهای عمیقی دارند و اغلب با نوسانات جزئی در قیمت به راحتی از بین می‌روند؛ اما این در مورد همه دارایی‌ها صادق نیست (بالگووا و همکاران^۶، ۲۰۱۶).

تأمین منابع مالی نقدینگی که به آن ریسک جریان نقدی نیز گفته می‌شود، به ناتوانی در اجرای تعهدات اشاره دارد. این امر به‌ویژه برای اوراق بهادار که متعادل و متعهد به پرداخت حاشیه بهره به طلبکاران هستند، اهمیت دارد. در حقیقت، اگر ذخایر نقدی کافی نباشد، ممکن است بازار در صورت کاهش ارزش، نیاز به پرداخت داشته باشد و به انحلال اجباری نمونه کارها با قیمت پایین منجر شود. این چرخه ضرر، که با حاشیه سود وعده داده شده شدت می‌یابد؛ گاهی اوقات، به عنوان «مارپیچ مرگ»^۷ تعبیر می‌شود، ریسک تأمین مالی با برنامه‌ریزی مناسب گردش پول کنترل می‌شود. محدود کردن شکاف جریان نقدینگی، تنوع بخشیدن به تحول و پیشرفت اقتصادی و در نظر گرفتن منابع مالی جدید برای پر کردن کسری نقدینگی، نقش مهمی در کنترل ریسک نقدینگی دارد (بن‌قاضی و غیبی^۸، ۲۰۲۱).

پیشینه پژوهش

در ادامه، اهم مطالعات خارجی و داخلی مرتبط با موضوع بررسی می‌شود. ژو و همکاران (۲۰۲۳) تأثیر عملکرد مالی و بازده سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را بررسی کردند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین، عملکرد مالی و بازده سهام نیز بر رابطه یادشده تأثیرگذار هستند.

¹ Keshavarz & Rrezaei

² Credit Risk

³ Elfeituri

⁴ Market or Asset Liquidity Risk

⁵ Funding Liquidity or Cash Flow Risk

⁶ Balgova et al.

⁷ Death Spiral

⁸ Ben Ghoszi & Chaibi

دهمنه و همکاران (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای به بررسی غیرخطی بودن بازده سهام با استفاده از مدل انتقال ملایم پرداختند که در آن، محرک‌های بازده سهام به‌طور جداگانه به‌عنوان متغیر آستانه لحاظ شدند. نتایج نشان داد که بازدهی شاخص کاهش یافته است؛ زمانی که سرمایه‌گذاران بدبینی یا خوش‌بینی شدیدی از خود نشان می‌دهند، بازار به آرامی با توجه به واکنش‌های ناهمگون شرکت‌کنندگان در بازار و میزان جبران ریسک‌های تجاری اضافی، از حالت نزولی به حالت صعودی تغییر می‌کند.

شهباز و همکاران^۱ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر افزایش ارزش شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گری مدیریت سود اختیاری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران برای دستکاری در سود اثر تعدیل‌گری منفی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت دارد.

مونیر و همکاران^۲ (۲۰۱۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، پایداری شرکت و عملکرد مالی پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی با عملکرد پایداری شرکت ارتباط مثبت دارد و عملکرد پایداری شرکت به بهبود عملکرد مالی منجر می‌شود. همچنین، عملکرد پایداری شرکت واسطه ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی است.

صالحی کردآبادی و زاددوستی (۱۴۰۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۴۰۰ - ۱۳۹۰ بود. یافته‌ها بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود بود. همچنین، بین مالکیت نهادی، اتکای بر بدهی و استقلال هیئت مدیره با مدیریت سود رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. تمرکز مالکیت و مدیریت سود دارای رابطه معنادار نبوده و بین مدت زمان تصدی مدیرعام و دوگانگی وظیفه با مدیریت سود نیز رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد.

امری اسرمی (۱۴۰۲) در پژوهش خود به بررسی کیفیت عملکرد، بازده سهام و نوسان خاص شرکت پرداختند. رابطه بین نوسان خاص شرکت و بازده سهام، با شواهد متناقضی تشریح شده است؛ این تناقض، نظر محققان زیادی را جلب کرده است. تأثیر نوسانات خاص در بازده سهام به ویژگی‌های شرکت بستگی دارد. این مطالعه بررسی می‌کند که آیا کیفیت عملکرد رابطه بین بازده سهام و نوسان خاص شرکت را تعدیل می‌کند. به کمک الگوی داده‌های ترکیبی با آثار ثابت و انتخاب ۱۲۶ شرکت نمونه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، آزمون‌ها اجرا شده است. نتایج نشان داد در شرکت‌های با کیفیت عملکرد بالا، نوسانات خاص شرکت با بازده سهام، رابطه مستقیم دارد و در شرکت‌های با کیفیت عملکرد پایین، نوسانات خاص شرکت با بازده سهام، رابطه معکوس دارد. کیفیت مطلوب عملکرد شرکت، سبب افزایش نوسان خاص شده و به بازده مثبت منجر می‌شود و کیفیت نامطلوب عملکرد شرکت، سبب افزایش نوسان خاص شده و به بازده منفی منجر می‌شود. همچنین، رابطه غیرخطی $\cap$ شکل بین بازده سهام و نوسانات خاص شرکت وجود دارد. افزایش نوسان خاص تا سطح معینی، در ابتدا سبب افزایش بازده سهام شرکت می‌شود؛ اما با افزایش آن بیش از پیش، واکنش منفی بازار و تأثیر منفی بر بازده سهام را در پی خواهد داشت.

¹ Shahzad et al.

² Munir et al.

افسری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود به تبیین تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری مقاله، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود و نمونه آماری تحقیق متشکل از ۱۱۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند. نتایج تحقیق نشان داد: ۱) تفکیک مدیرعامل از اعضای هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیرگذار است؛ ۲) نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر معنادار نداشته است و ۳) میانگین سهام اعضای هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیرگذار است.

رحمتی و احدی سرکانی (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس نمونه آماری متشکل از ۱۲۵ شرکت در سال‌های بین ۱۳۹۷ - ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد ریسک سقوط قیمت یک سهام معین با افزایش عدم قطعیت در سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. تأثیر عدم قطعیت در سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام با افزایش در بتای بازده عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام انباشته در سطح بازار رابطه مثبت و بااهمیتی وجود دارد.

احمدخانی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی رابطه بین عوامل سرمایه‌گذاری با عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق، EPS، E/P و بازده سهام آنها برای سالهای ۱۴۰۰ - ۱۳۹۱ به صورت داده‌های تحقیق استخراج شد. نتایج حاکی از وجود روابط معنادار بین بازده سهام شرکت‌ها در بورس تهران بود؛ اما این روابط ضعیف هستند و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند فقط به این دو عامل برای تصمیم‌گیری توجه داشته باشند.

۳. روش پژوهش

این پژوهش از منظر هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی-تحلیلی است و از منظر گردآوری داده‌های آماری در دسته تحقیقات پس‌رویدادی قرار می‌گیرد. جامعه آماری پژوهش عبارت از تمامی بانک‌های بورسی پذیرفته‌شده خصوصی است که از میان آنها، تعداد ۱۳ بانک خصوصی منتخب با توجه به معیارهای مشخص (که در ادامه بیان شده‌اند) به عنوان نمونه آماری پژوهش مناسب دانسته شدند. اطلاعات آنها مستخرج از داده‌های مندرج در صورت‌های مالی بانک‌های منتخب و سایت کدال طی بازه زمانی ۱۴۰۱ - ۱۳۹۲ بوده است که با استفاده از روش حد آستانه‌ای انتقال ملایم پانل استار و نیز رگرسیون انتقال ملایم (PSTR) به برآورد مدل پژوهش در نرم‌افزارهای ایویوز و استتا پرداخته شد.

همچنین، گفتنی است که معیارهای زیر برای انتخاب نمونه آماری پژوهش استفاده شد:

الف) سال مالی بانک منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد؛

ب) بانک مورد نظر طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۲ تغییر سال مالی نداشته باشد؛

ج) اطلاعات مالی مورد نیاز، به‌ویژه، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی برای استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.

با توجه به معیارهای مذکور، اسامی ۱۳ بانک منتخب مناسب به عنوان نمونه آماری پژوهش عبارت از: بانک اقتصاد نوین، بانک پارسیان، بانک پاسارگاد، بانک کارآفرین، بانک سامان، بانک سینا، بانک سرمایه، بانک خاورمیانه، بانک دی، بانک صادرات، بانک ملت، بانک تجارت و بانک ایران زمین.

هدف این مطالعه با پیروی از مطالعات باتومن و همکاران (۲۰۲۲)، هویتاش و مکرچیپان (۲۰۲۲) و دهمنه و همکاران (۲۰۲۱) بررسی اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی با به کارگیری مدل‌های حد آستانه‌ای ملایم پانل استار است. شکل عمومی مدل PSTR، با توجه به اینکه متغیر وابسته عبارتند از: شاخص بازده سهام بانک‌های بورسی و نیز متغیرهای توضیحی شامل شوک‌های سیاست پولی و ریسک نقدینگی و اعتباری، به صورت زیر است:

$$SR_t = \alpha_0 + \beta_1 MS_t + \beta_2 LR_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 CAR_t + \beta_5 Size_t + \beta_6 CG_t(\theta_1 MS_t + \theta_2 LR_t + \theta_3 CR_t + \theta_4 CAR_t + \theta_5 Size_t + \theta_6 CG_t)F(S_t, \gamma, c) + u_t$$

که در آن، تابع گذار F برابر است با:

$$F(\gamma, s_t, c) = (1 + CG\{-\gamma(s_t - c)\})^{-1}, \quad \gamma > 0$$

معرفی متغیرهای پژوهش

➤ متغیر وابسته:

در این پژوهش، متغیر وابسته عبارت از بازده سهام (SR) است. بازده سهام نیز مطابق بازده تعدیل شده بازار به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{m,t} = \frac{I_{m,t} - I_{m,t-1}}{I_{m,t-1}}$$

که در آن:

$I_{m,t-1}$: قیمت بازار هر سهم در ابتدای دوره t

$I_{m,t}$: قیمت بازار هر سهم در انتهای دوره t

$R_{m,t}$: بازده مورد انتظار دوره t

➤ متغیرهای مستقل:

MS: سیاست پولی که برای این متغیر از حجم نقدینگی و برای استخراج شوک نقدینگی از مدل E-GARCH استفاده می‌شود؛

Size: اندازه بانک که عبارت از لگاریتم جمع دارایی‌هاست؛

CG: شاخص حاکمیت شرکتی (شاخص حاکمیت شرکتی، شاخصی است که به وسیله آن میزان رعایت استانداردهای مربوط به حاکمیت شرکتی به وسیله شرکت‌ها نشان داده می‌شود). متغیر حاکمیت شرکتی در مطالعه حاضر به صورت جدول ۱ است.

جدول ۱. متغیر حاکمیت شرکتی در مطالعه حاضر

علامت اختصاری	نام لاتین	نام متغیر	نحوه دستیابی	نحوه محاسبه
BoS	Board size	اندازه هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد کل اعضای هیئت مدیره
BoInd	Board independence	استقلال هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	$\frac{\text{اعضای مستقل هیئت مدیره}}{\text{کل اعضای هیئت مدیره}}$
BoTen	Board tenure	دوره تصدی هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	سال‌های عضویت در هیئت مدیره
AC	Audit Committee	کمیته حسابرسی	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد اعضای کمیته حسابرسی
RC	Risk Committee	کمیته ریسک	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد کارشناسان مدیریت ریسک
APC	Appointments Committee	کمیته انتصابات	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد اعضای کمیته انتصابات
CFS	Compensation for services	جبران خدمات	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	پاداش پرداختی به مدیران در هر سال که از بخش هزینه‌های اداری، عمومی و فروش شرکت‌هاست.

منبع: الموتیری و قطینه^۱، ۲۰۱۹.

در نهایت، با استفاده از روش PCA شاخص حاکمیت شرکتی براساس متغیرهای فوق استخراج می‌شود.

ریسک نقدینگی (LR): از تقسیم کل تسهیلات به دارایی‌ها به‌دست می‌آید. مقدار بزرگ‌تر این شاخص به معنای نقدینگی کمتر و در واقع، ریسک بیشتر است.

ریسک اعتباری (CR): از تقسیم تسهیلات غیرجاری به کل تسهیلات بانکی به‌دست می‌آید. تسهیلات غیرجاری شامل وام‌های سررسید گذشته، معوق و مشکوک‌الوصول است.

CAR: نرخ کفایت سرمایه که عبارت است از: سرمایه تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

۴. یافته‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل برآورد مدل

در ابتدا به محاسبه شوک نقدینگی پرداخته می‌شود. بدین‌منظور، در وهله نخست لازم است برای مدل‌های نوسان‌پذیر^۲ حجم نقدینگی به‌عنوان شاخص سیاست پولی با استفاده از مدل‌های (ARIMA)^۳ مدل‌سازی شود و وقفه‌های موجود

¹ Almutairi and Quttainah

² Volatility Models

مدل‌های نوسان‌پذیر، در اقتصادسنجی به مدلی اشاره می‌کنند که به بررسی و پیش‌بینی نوسان یا تغییرات در قیمت‌ها یا بازده‌های مالی در یک بازه زمانی خاص می‌پردازند. این مدل‌ها معمولاً برای سری‌های زمانی مالی استفاده می‌شوند و هدفشان توضیح و پیش‌بینی نوسانات در بازده‌ها و درک بهتر تأثیر عوامل مختلف بر این نوسانات است.

³ AutoRegressive Integrated Moving Average (ARIMA)

برای حجم نقدینگی مشخص گردد. برای این منظور، از روش باکس - جنکینز استفاده شده است؛ روش تحلیل باکس - جنکینز^۱ یک روش سیستماتیک برای تحلیل و مدل‌سازی سری‌های زمانی است که توسط جورج باکس^۲ و گویلم جنکینز^۳ (۱۹۷۶) توسعه داده شد. این روش شامل مراحل متعددی است که به کمک آن می‌توان یک مدل ARIMA مناسب برای سری زمانی مورد نظر ایجاد کرد. در ادامه، نتایج مدل‌سازی حجم نقدینگی در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. برآورد مدل حجم نقدینگی

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره آزمون	احتمال محاسباتی
AR(1)	۱/۰۱۴۹۳۰	۰/۰۱۱۹۳۶	۸۵/۰۳۴۴۱	۰/۰۰۰۰
MA(1)	-۰/۲۷۵۵۵۰	۰/۰۳۷۸۸۳	-۷/۲۷۳۶۶۵	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

براساس نتایج جدول ۲، حجم نقدینگی با یک دوره قبل از خود AR(1) و با یک دوره قبل با جمله اخلاص خود MA(1) ارتباط دارد.

آزمون ARCH

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس شرطی در حجم نقدینگی باید از آزمون ARCH استفاده شود. نتیجه این آزمون در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳. نتایج آزمون ARCH

آزمون ناهمسانی واریانس آرچ			
۰/۰۳۶۴	Prob. F(1,80)	۲/۲۱۴۰۴۴	F-statistic
۰/۰۳۶۳	Prob. Chi-Square(1)	۲/۲۱۸۸۱۰	Obs*R-squared

منبع: یافته‌های محقق

براساس نتایج جدول ۳، فرضیه H_0 مبنی بر نبودن ناهمسانی واریانس شرطی در حجم نقدینگی رد می‌شود؛ این نتیجه بدین معناست که حجم نقدینگی دارای ناهمسانی واریانس شرطی است.

مدل EGARCH

در نهایت، برای به‌دست آوردن شوک نقدینگی از مدل (EGARCH)^۴ ارائه‌شده توسط نلسون^۵ (۱۹۹۱) استفاده می‌شود. یکی از محدودیت‌های مهم در روش ARCH و GARCH در مورد متقارن بودن آنهاست؛ بدین معنی که اثرات شوک

^۱ Box - Jenkins Analysis

^۲ George Box

^۳ Gwilym Jenkins

^۴ Exponential GARCH

^۵ Nelson

منفی و مثبت با بزرگی یکسان، بر نوسان به یک میزان لحاظ می‌شود؛ درحالی که نوسانات نسبت بدهی دولت به نوع خبر (شوکه‌های منفی و مثبت) واکنش یکسانی نشان نمی‌دهند؛ بدین ترتیب، برای رفع مشکل و برای تحلیل رفتار نوسانات سری لازم است تا از یک مدل نامتقارن^۱ استفاده شود (وربیک^۲، ۲۰۰۵).

$$\ln \sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{|u_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + \beta \ln \sigma_{t-1}^2 + \gamma \frac{u_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}}, \quad \alpha_0 = \omega - \alpha \sqrt{\frac{2}{\pi}}, \alpha_1 = \alpha$$

این مدل دارای چند مزیت است: اول اینکه در این مدل، متغیر وابسته، یعنی σ_t^2 به صورت لگاریتمی است و لذا ضرایب متغیرهای سمت راست می‌تواند مثبت یا منفی باشد که در هر حالت، σ_t^2 مثبت خواهد بود. بدین ترتیب، دیگر نیازی به اعمال محدودیت‌های غیرمنفی بر ضرایب نیست؛ دوم اینکه در این مدل اثر شوکه‌های نامتقارن نیز لحاظ می‌شود؛ زیرا γ ضریب u_{t-1} است که u_{t-1} می‌تواند مثبت یا منفی باشد. γ اثر شوکه‌های مثبت و منفی را بیان می‌کند؛ درحالی که α ضریبی است که فقط قدر مطلق $|u_{t-1}|$ را در نظر می‌گیرد. اگر $\gamma = 0$ باشد، متقارن و در غیر این صورت، نامتقارن است. اثر شوکه‌های مثبت برابر با $\alpha + \gamma$ و اثر شوکه‌های منفی برابر با $\alpha - \gamma$ است. اگر γ منفی باشد، نشان می‌دهد که اثر شوکه‌های منفی بیشتر از اثر شوکه‌های مثبت است و برعکس.

جدول ۴: مدل EGARCH برای حجم نقدینگی

متغیر پاسخ: حجم نقدینگی				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
LOG(GARCH) = C(3) + C(4)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(5)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(6)*LOG(GARCH(-1))				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره	احتمال
AR(1)	۱/۰۱۴۹۳۰	۰/۰۱۱۹۳۶	۸۵/۰۳۴۴۱	۰/۰۰۰۰
MA(1)	-۰/۲۷۵۵۵۰	۰/۰۳۷۸۸۳	-۷/۲۷۳۶۶۵	۰/۰۰۰۰
معادله واریانس				
C(3)	-۱/۴۶۰۹۸۸	۰/۳۰۲۵۳۱	-۴/۸۲۹۲۱۱	۰/۰۰۰۰
C(4)	-۰/۵۵۷۴۷۹	۰/۱۶۴۰۴۱	-۳/۳۹۸۴۰۴	۰/۰۰۰۷
C(5)	۰/۱۱۸۶۷۸	۰/۱۳۸۴۶۱	۰/۸۵۷۱۲۳	۰/۳۹۱۴
C(6)	-۰/۸۴۲۶۱۰	۰/۱۷۱۸۳۱	-۴/۹۰۳۷۲۵	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

در این مرحله، میزان شوک نقدینگی براساس جدول ۴ محاسبه شده و برای استفاده در مدل اصلی که توسط الگوی پانل برآورد می‌شود، این اندازه را تبدیل به متغیر می‌کنیم و برای این منظور، باید از فرمان Make Variance Garch استفاده کرده و این نوسان را به صورت یک متغیر مستقل در بیاوریم.

^۱ Asymmetric Model

^۲ Verbeek

آزمون هم‌گرایی

در ادامه، برای اطمینان از وجود رابطه تعادلی بلندمدت از آزمون هم‌انباشتگی پانل کائو استفاده می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون هم‌انباشتگی پانل

آزمون کائو		
ADF	آماره آزمون	احتمال
	-۱۰/۹۱۵۵۹	۰/۰۰۱۸

منبع: یافته‌های محقق

براساس نتایج جدول ۵، با انجام آزمون هم‌انباشتگی پانلی بین متغیرهای برآوردشده، وجود رابطه بین متغیرها در رگرسیون برآوردشده تأیید می‌شود. در آزمون هم‌انباشتگی فرضیه‌های آزمون به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

H صفر: عدم هم‌انباشتگی

H یک: تأیید هم‌انباشتگی میان متغیرها

با توجه به اینکه سطح معناداری از ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر مبنی بر نبودن رابطه هم‌انباشتگی میان متغیرها رد می‌شود؛ این نتیجه بدین معناست که متغیرها در بلندمدت هم‌انباشته بوده و رابطه بلندمدت میان آنها برقرار است.

آزمون تعیین نوع بهینه مدل

برای تعیین نوع مدل بهینه مورد استفاده در داده‌های تلفیقی از آزمون‌های مختلفی استفاده می‌شود. رایج‌ترین آنها آزمون چاو (CHOW) نام دارد که برای استفاده از مدل پانل دیتا در مقابل مدل برآوردی داده‌های ترکیب‌شده به‌کار می‌رود. نتایج حاصل از آزمون لیمر در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون انتخاب نوع مدل

انتخاب مدل	نتیجه آزمون		نوع آزمون
	احتمال محاسباتی	آماره آزمون	آزمون لیمر
پانل دیتا	۰/۰۰۱۶	۳/۲۲۰۰۱۲	
	۰/۰۰۰۰	۴۲/۰۹۹۶۰۶	

منبع: یافته‌های محقق

با توجه نتایج جدول ۶ و کمتر بودن احتمال محاسباتی از ۰/۰۵ می‌توان بیان داشت فرضیه صفر مبنی بر برآورد مدل با استفاده از روش پولینگ دیتا رد و نوع مدل تحقیق از نوع پانل دیتا انتخاب می‌شود.

آزمون خطی بودن، انتخاب متغیر انتقال و نوع مدل

برای برآورد مدل رگرسیون انتقال ملایم، برای انتخاب متغیر انتقال، تمامی متغیرهای موجود در مدل آزمون می‌شوند. از میان متغیرهای آزمون‌شده، هر متغیری که با احتمال بیشتری فرضیه صفر خطی بودن را رد کند، به‌عنوان متغیر انتقال انتخاب خواهد شد. همچنین، شایان ذکر است که مدل (STAR) پیشنهادی توسط متغیر انتقال انتخاب شده به‌عنوان مدل بهینه برای برآورد اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی انتخاب می‌شود. نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد که متغیر انتقال در مدل برآوردشده، حاکمیت شرکتی بوده و فرضیه صفر مبنی بر خطی بودن مدل رد شده و مدل (PSTR) مرتبه اول مورد تأیید قرار می‌گیرد.

جدول ۷. آزمون خطی بودن، انتخاب متغیر انتقال و نوع مدل

مدل پیشنهادی	آماره F2	آماره F3	آماره F4	آماره F	متغیر
PSTR ^۱	e-01۲/۰۷۱	e-01۳/۵۶۶۷	e-01۲/۳۲۶۳	e-01۵/۸۴۵۶	CG(t-1)

منبع: یافته‌های محقق

نتایج برآورد مدل

در مرحله بعدی با استفاده از یک مدل (PSTR) که در آن، متغیر انتقال حاکمیت شرکتی است، اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی مدل‌سازی خواهد شد. برای این منظور، ابتدا مقادیر اولیه برای مقدار آستانه‌ای متغیر انتقال (C) و پارامتر شیب (γ) انتخاب و سپس با بهره‌گیری از این مقادیر اولیه و با استفاده از الگوریتم نیوتن - رافسون (Newton-Rafson) پارامترهای مدل به روش حداکثرسازی راست‌نمایی^۱ برآورد شده‌اند، که نتایج آنها در جدول ۸ گزارش شده است.

نتایج جدول ۸ نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق معنادار و نتایج آنها قابل قبول است. نتایج برآورد قسمت خطی مدل (رژیم اول) نشان می‌دهد که متغیرهای شوک نقدینگی، ریسک نقدینگی و اعتباری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار و تاثیر منفی بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران دارند. نتایج برآورد قسمت غیرخطی مدل (رژیم دوم) نشان می‌دهد که متغیرهای حاکمیت شرکتی و اندازه بانک و کفایت سرمایه بر بازده سهام بانک‌های منتخب دارای تاثیر مثبت و معنادار است.

جدول ۸. برآورد الگو به‌وسیله مدل PSTR

برآورد خطی مدل				
احتمال محاسباتی	آماره آزمون	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۰۳۰۰	۲/۲۹۵۶۳۱	۰/۰۸۹۱۱۳۰	۰/۲۰۴۶۹۰	CONSTANT
۰/۰۰۴۹	-۲/۷۹۶۸۸۱	۰/۰۰۶۰۲۱	-۰/۰۱۶۸۳۹	MS
۰/۰۰۴۹۱	-۱/۹۸۲۸۴۹	۰/۰۵۵۵۴۲	-۰/۱۱۰۱۳۲	LR
۰/۰۳۵۵	-۲/۳۳۵۲۱۴	۰/۰۰۷۰۹۱	-۰/۰۱۱۳۰۵۹	CR

¹ Maximum Likelihood

برآورد خطی مدل				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره آزمون	احتمال محاسباتی
CAR	۰/۴۸۳۵۱۲	۰/۰۷۱۲۸۰	۶/۷۸۳۲۴۵	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۲۸۸۷۴۳	۰/۱۰۰۱۹۲	۲/۸۸۱۸۹۹	۰/۰۰۴۰
CG	۰/۰۱۴۸۳۸	۰/۰۰۶۶۰۷	۲/۲۴۵۶۹۰	۰/۰۳۷۸
برآورد غیرخطی مدل				
CONSTANT	۰/۲۱۶۷۲۳	۰/۰۹۵۷۵۰	۲/۲۶۳۴۱۴	۰/۰۳۰۱
MS	-۰/۳۸۹۳۰۷	۰/۱۹۱۴۵۶	-۲/۰۳۱۳۴۰	۰/۰۴۱۲
LR	-۰/۲۲۰۴۲۷	۰/۰۷۷۰۵۳	-۲/۸۶۰۷۲۰	۰/۰۱۶۰
CR	-۰/۲۲۹۵۹۵	۰/۰۸۰۷۸۲	-۲/۸۴۲۱۳۸	۰/۰۰۴۱
CAR	۰/۳۳۰۰۴۲	۰/۰۹۱۳۶۳	۳/۶۱۲۴۳۵	۰/۰۰۰۳
SIZE	۰/۲۵۲۳۱۶	۰/۰۸۹۱۵۶	۲/۸۳۰۰۶۰	۰/۰۰۴۲
CG	۰/۲۴۱۳۴۵	۰/۱۰۰۵۶۲	۲/۳۹۹۹۶۳	۰/۰۳۵۱
(C) حد آستانه‌ای	۰/۳۷۳۴۲۹	۰/۱۸۹۸۳۲	۱/۹۶۷۱۵۴	۰/۰۴۸۱
(γ) پارامتر شیب	۰/۹۵۱۴۱۵	۰/۴۱۶۹۲۲	۲/۲۸۱۹۹۸	۰/۰۳۸۰
ضریب تعدیل شده $(R_2) = ۰/۹۴$				

منبع: یافته‌های محقق

با توجه به نتیجه برآورد مدل مبنی‌براینکه شوک نقدینگی تاثیر منفی بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران دارد، می‌توان گفت که با افزایش شوک‌های نقدینگی در اقتصاد و افزایش حجم نقدینگی در سال‌های اخیر میزان تورم در کشور افزایش یافته است که با توجه به شرایط تورمی دیگر وام‌گیرندگان از انگیزه کافی برای بازپرداخت وام خود برخوردار نبوده و در نتیجه، بانک‌ها با معوقات بالایی مواجه می‌شوند که این مورد به کاهش حاشیه سود و بازده سهام بانک‌ها در بورس منجر می‌شود.

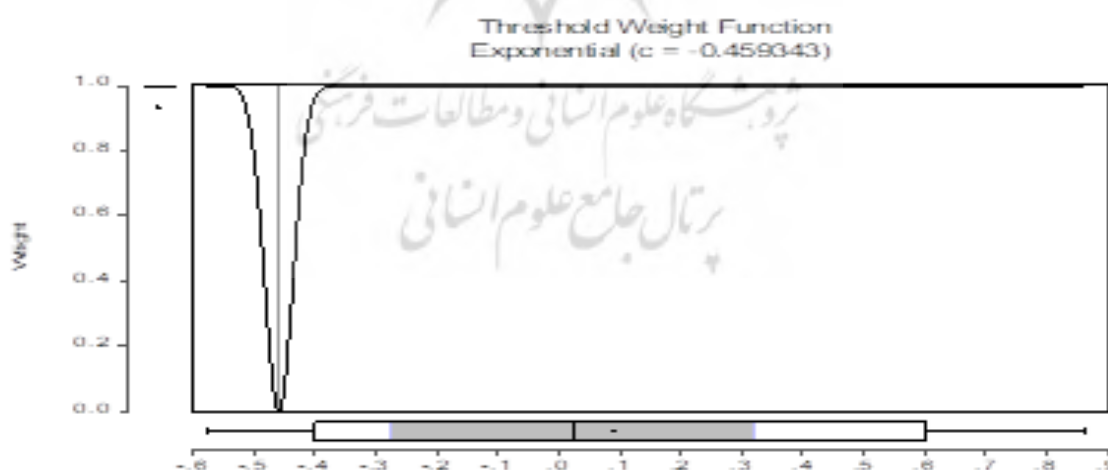
با توجه به نتیجه برآورد مدل مبنی‌براینکه ریسک نقدینگی تاثیر منفی بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران دارد، می‌توان گفت که ریسک نقدینگی به‌عنوان یکی دیگر از ریسک‌های اثرگذار بر سیستم بانکی است. مدیریت نقدینگی از مهم‌ترین وظایف مدیریت مالی بنگاه‌های اقتصادی است؛ به بیان دیگر، نگهداری وجوه نقد در حساب‌های جاری و بانک مرکزی و نزد سایر بانک‌ها و ذخایر قانونی، ریسک نقدینگی بانک را کاهش می‌دهد؛ اما، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نیز از بانک سلب می‌کند و در نهایت، موجب کاهش بازدهی بانک می‌شود. با افزایش ریسک نقدینگی در بدنه سیستم بانکی کشور، حاشیه سود بانک‌ها کاهش می‌یابد که این موضوع به افت بازده سهام بانک‌های بورسی منجر می‌شود.

با توجه به نتیجه برآورد مدل مبنی‌براینکه ریسک اعتباری تاثیر منفی بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران دارد، ریسک اعتباری به‌عنوان اصلی‌ترین ریسک بانکی از این واقعیت ریشه می‌گیرد که طرف قرارداد^۱ نتواند یا

¹ Counterparty

نخواهد تعهداتش را انجام دهد. به‌شیوه سنتی، تأثیر این ریسک با هزینه ریالی ناشی از نکول^۱ طرف قرارداد سنجیده می‌شود. سبد وام قسمت عمده دارایی‌های بانک‌های تجاری را تشکیل می‌دهد. تخصیص محوری این بانک‌ها جذب سپرده از سرمایه‌گذاران و اعطای وام به متقاضیان وجوه است. سپرده‌های جذب‌شده بانک را نسبت به پرداخت سود و اصل آن در سررسیدهای معین متعهد می‌کند و این در حالی است که وام‌های پرداخت‌شده بانک را در معرض نکول وام‌گیرندگان قرار می‌دهد؛ بنابراین، بررسی اعتبار متقاضیان برای تصمیم‌گیری در زمینه اعطای وام به آن‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیان‌های ناشی از ریسک اعتباری ممکن است قبل از وقوع واقعی نکول از جانب طرف قرارداد، ایجاد شود. بنابراین، ریسک اعتباری را می‌توان به‌عنوان زیانی محتمل تعریف کرد که در اثر یک رویداد اعتباری اتفاق می‌افتد. رویداد اعتباری زمانی واقع می‌شود که توانایی طرف قرارداد در انجام تعهداتش تغییر کند. با توجه به نتیجه برآورد مدل و ماهیت ریسک اعتباری می‌توان گفت که با افزایش ریسک اعتباری و کاهش قدرت وام‌دهی بانک‌ها این مورد به‌طور مستقیم بر بازده سهام آن‌ها در بورس تأثیر گذاشته و به کاهش بازده سهام بانک‌های بورسی منجر می‌شود که این موضوع در جدول برآورد مدل نیز مشخص شده است.

مقایسه ضرایب در دو رژیم مختلف براساس متغیر انتقال و مقادیر آن صورت می‌پذیرد و مقدار متغیر انتقال می‌تواند تابع انتقال و در نتیجه رژیم حاکم را تعیین نماید. درواقع، کمتر یا بیشتر بودن متغیر انتقال از حد آستانه می‌تواند دو رژیم مختلف را در تابع برآوردشده حفظ نماید. در برآورد بالا متغیر انتقال حاکمیت شرکتی است که مقدار حد آستانه برآوردشده برای این متغیر برابر با $-0/45$ بوده است. براساس فاصله حاکمیت شرکتی از این مقدار آستانه الگو از دو رژیم حدی مختلف تبعیت می‌نماید. با مقایسه ضرایب الگو در دو رژیم مختلف ملاحظه می‌گردد که با عبور حاکمیت شرکتی از حد آستانه $(-0/45)$ واکنش بازده سهام به تغییرات این متغیر به‌شدت افزایش یافته، بدین ترتیب که هر چه حاکمیت شرکتی بیشتر شود، بازده سهام افزایش یافته است.



نمودار ۱. ارتباط بین تابع انتقال و متغیر انتقال حاکمیت شرکتی

منبع: یافته‌های محقق

¹ Default

آزمون‌های ثبات و تشخیصی مدل نهایی

در ادامه نتایج آزمون‌های تشخیصی مربوط به همبستگی سریالی، ناهمسانی واریانس، آزمون نبودن رابطه غیرخطی باقی‌مانده و آزمون ثبات پارامترها در جداول ۸ و ۹ گزارش شده است.

جدول ۹. آزمون همبستگی سریالی پسماندها

Testing for Auto Correlation				
احتمال	df _۲	df _۱	آماره آزمون	وقفه
۰/۱۹۲۰	۲۳	۱	۱/۰۷۳۱	۱
۰/۲۰۱۵	۲۱	۲	۰/۹۶۲۸	۲
۰/۲۲۱۰	۱۹	۳	۱/۲۳۲۱	۳
۰/۱۸۳۴	۱۷	۴	۱/۳۳۵۳	۴
۰/۲۵۶۶	۱۸	۵	۰/۷۸۵۰	۵
۰/۱۹۴۹	۱۳	۶	۱/۱۶۲۰	۶
۱۲۲۵	۱۱	۷	۱/۸۵۶۶	۷
۰/۱۵۱۹	۹	۸	۱/۵۵۶۸	۸

منبع: یافته‌های محقق

جدول ۱۰. نتایج آزمون‌های تشخیصی

احتمال	آماره آزمون	آزمون
۰/۸۰۳۹	۴/۵۵۴۷	ARCH LM-test
۰/۴۵۳۳	۰/۴۰۲۵	No remaining nonlinearity test
۰/۷۲۵۴	۰/۷۱۸۲	Parameters Constancy Test

منبع: یافته‌های محقق

براساس نتایج جدول ۱۰ خطای همبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل برآوردی PSTR وجود ندارد. آزمون نبودن رابطه غیرخطی باقی‌مانده نیز نشان می‌دهد که مدل PSTR تمامی رفتارهای غیرخطی موجود در مدل را تصریح کرده است. نتایج آزمون ثبات پارامترها^۱ در رژیم‌های مختلف نیز نشان می‌دهد که فرض صفر آزمون مبنی بر ثبات ضرایب و پارامترهای مدل در دو رژیم مختلف رد می‌شود و این نتیجه یعنی ضرایب متغیرهای توضیحی در دو رژیم مختلف، قابل قبول است و آثار نامتقارنی بر متغیر وابسته یعنی بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی، مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ بنابراین، براساس نتایج برآوردی مدل و آزمون‌های تشخیصی انجام‌شده به‌نظر می‌رسد که مدل PSTR مدل مناسبی برای آثار آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر بازده سهام بانک‌های بورسی با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی باشد و می‌توان به صحت نتایج حاصل از برآورد این مدل اعتماد کرد.

¹ Parameters Constancy Test

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف این پژوهش پاسخگویی به این پرسش بوده است که آیا حاکمیت شرکتی بر بازده سهام با وجود ریسک و شوک‌های سیاست پولی اثرگذار است. برای دستیابی به این هدف، از شاخص ریسک نقدینگی و اعتباری برای بررسی ریسک در چارچوب روش حد آستانه‌ای ملایم پانل استار و برای به‌دست آوردن شوک نقدینگی از مدل EGARCH استفاده شد. نتایج برآورد نشان داد که متغیرهای تحقیق معنادار و نتایج آنها قابل قبول است. نتایج برآورد خطی مدل در رژیم اول نشان داد که متغیرهای شوک نقدینگی، ریسک نقدینگی و اعتباری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و بر بازده سهام بانک‌های منتخب بورسی در ایران تاثیر منفی دارند، نتایج برآورد قسمت غیرخطی مدل در رژیم دوم نشان داد که متغیرهای حاکمیت شرکتی و اندازه بانک و کفایت سرمایه بر بازده سهام بانک‌های منتخب تاثیر معنادار و مثبت دارد. این نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های با کیفیت بالای حاکمیت شرکتی از نقدشوندگی بالایی در سهام برخوردار هستند. همچنین، با بالاتر رفتن کیفیت حاکمیت شرکتی، تعداد دفعات معامله سهام و حجم معاملات سهام نیز افزایش می‌یابد که این موضوع بیانگر افزایش نقدشوندگی سهام است. علت این امر می‌تواند این باشد که با افزایش حاکمیت شرکتی به دلیل نظارت بیشتر مدیریت شرکت توسط سهام‌داران اطلاعات شرکت بیشتر، بهتر و به‌موقع‌تر در اختیار سهام‌داران قرار می‌گیرد و با کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی ناشی از آن، سهام‌داران با اعتماد بیشتری به خرید و فروش سهام می‌پردازند که این امر به افزایش تعداد و حجم معاملات منجر می‌گردد و به تبع آن، نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد. این موضوع منطبق بر نظریه علامت‌دهی است. براساس این نظریه، شرکت‌ها برای جذب سرمایه بیشتر در محیط رقابتی بازار سرمایه تلاش می‌کنند تا اعتماد سرمایه‌گذاران را جذب کنند؛ از این رو، سعی می‌کنند تا با ارائه اطلاعات مالی شفاف، در صحنه رقابت باقی بمانند و سرمایه بیشتری تحصیل نمایند. از سوی دیگر، نقدشوندگی سهام یکی از مزیت‌های اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کم‌ترین هزینه در سریع‌ترین زمان ممکن آن را معامله کنند.

سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدانشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند؛ بنابراین برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی دارایی معین به نوعی ریسک آن دارایی محسوب می‌شود که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران به‌ازای تقبل ریسک، بازده کسب نمایند. نقدینگی سهام بالاتر سبب افزایش فشار بازار سرمایه بر مدیران می‌شود تا بر نتایج کوتاه‌مدت تمرکز کنند و نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی را در نظر گیرند. از طرف دیگر، بعضی از محققان معتقدند که نقدینگی سهام بالاتر سبب تسهیل کنترل سهام‌داران بر مدیریت شرکت می‌شود. این افزایش کنترل از طریق افزایش انتقاد سهام‌داران از مدیریت یا با استفاده از اعمال تهدید نسبت به فروش سهام و خروج از شرکت میسر خواهد شد. این نظریه اشاره می‌کند که افزایش نقدشوندگی سهام، مدیران را ترغیب می‌کند کارهایی انجام دهند که ارزش و اعتبار بلندمدت شرکت را تقویت نماید و بر سیاست‌های شرکت در زمینه سود تقسیمی اثرگذار باشد. این نتایج با یافته‌های افسری و همکاران (۱۴۰۰) و مونیر و همکاران (۲۰۱۹) و نیز صالحی کردآبادی، سجاد و زاددوستی، فرزانه (۱۴۰۲) سازگار است. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه معناداری بر بازده سهام بانک‌ها و شرکت‌ها دارد؛ بنابراین، این نتیجه با نتایج مطالعه حاضر همسو است.

با توجه نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش، به سرمایه‌گذارانی که به دنبال سهامی با نقدشوندگی بالا هستند، پیشنهاد می‌شود با مطالعه و بررسی صورت‌های مالی و گزارشات مجمع شرکت‌ها در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که سازوکار حاکمیت شرکتی آنها قدرتمند، مترقی و با کیفیت‌تر باشد. همچنین، به سازمان بورس و اوراق بهادار کشور پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌ها را ملزم کنند برای افزایش محتوای اطلاعاتی و شفافیت گزارشگری صورت‌های مالی خود، اطلاعات مربوط به معیارهای حاکمیت شرکتی را به‌نحو مناسب افشا نمایند تا سرمایه‌گذاران بتوانند از این اطلاعات برای تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند.

همچنین، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام سرمایه‌گذاری و انتخاب سهام جهت تخصیص منابع به آن، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی واحد تجاری را بررسی نمایند؛ زیرا کارایی این مکانیسم‌ها در نهایت می‌تواند به کاهش ریسک شرکت کمک کند. شرکت‌ها نیز برای دستیابی به مزیت رقابتی و افزایش قیمت سهام خود نسبت به بهبود مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی اقدام و اصلاح‌رسانی‌های لازم را به‌دینفعان شرکت انجام دهند.

در نهایت، براساس نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود با توجه به اینکه سیستم حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها به‌صورت کامل اجرا نمی‌شود، شرکت‌ها با استقرار کامل سیستم حاکمیت شرکتی و بهبود آن باعث افزایش بازده و در نتیجه، افزایش ارزش رشد شوند. همچنین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای سرمایه‌گذاری در بورس عوامل حاکمیت شرکتی را بررسی کنند و در شرکت‌هایی که عوامل بیشتر حاکمیت شرکتی پیاده‌سازی و اجرا می‌شود، سرمایه‌گذاری کنند.

حامی مالی

این مقاله حامی مالی ندارد.

تعارض منافع

تعارض منافع وجود ندارد.

سپاسگزاری

نویسندگان از دست‌اندرکاران فصلنامه و داوران ناشناس که در بهبود کیفیت مقاله یاریگر بوده‌اند، تشکر و قدردانی می‌نمایند.

ORKID

Seyedsaeed Mousavi

 <https://orcid.org/0009-0004-3676-2266>

Bijan safavi

 <https://orcid.org/0000-0002-8535-9324>

Fatemeh zandi

 <https://orcid.org/0000-0002-4139-5948>

منابع

- افسری، نیما، ترابی، تقی، نیکومرام، هاشم و دارابی، رویا (۱۴۰۰). تبیین تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۰ (۳۷): ۶۹-۸۲.
- امیری، حسین و پیرداده بیرانوند، محبوبه (۱۳۹۸). نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و بازار سهام ایران با تکیه بر رویکرد تغییر رژیمی مارکوف. *فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۲ (۴۴): ۶۷-۴۹.
- امری اسرمی، محمد (۱۴۰۲). کیفیت عملکرد، بازده سهام و نوسان خاص شرکت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۵ (۵۹): ۲۴۱-۲۱۹.
- بیانی، عذرا و محمدی، تیمور (۱۳۹۸). عوامل مؤثر بر بحران‌های مالی: رویکرد میانگین‌گیری بیزی. *فصلنامه اقتصاد مقداری*، ۱۶ (۲): ۱۴۵-۱۸۰. شناسه دیجیتال (doi): 10.22055/JQE.2019.28208.2017.
- تقی‌زاده، حمید، شریفی رنانی، حسین و قبادی، سارا (۱۴۰۰). ارزیابی ثبات بانکی در اقتصاد ایران تحت سیاست‌های پولی و کلان احتیاطی. *فصلنامه راهبرد اقتصادی*، ۱۰ (۳۶): ۱۴۵-۱۷۶.
- رحمتی، ناهید و احدی سرکانی، سید یوسف (۱۴۰۰). بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام، *مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری*، ۷ (۱): ۳۶۵-۳۶۰.
- رسفیانجانی، سعید و دهقان، عبدالمجید (۱۴۰۰). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت (مورد مطالعه: بانک‌های خصوصی کشور). *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۲ (۴۷): ۱۸۸-۲۰۹.
- زراعتی، منصوره، صوفی مجیدپور، مسعود، محمودزاده، محمود و فتح‌آبادی، مهدی (۱۴۰۲). آثار نامتقارن تکانه‌های بازار سهام بر بازار ارز در ایران: کاربردی از مدل خودهم‌بستگی پویای شرطی و APARCH. *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی*، ۱۷ (۳۶۲): ۳۷-۵۸.
- شمس‌الدینی، کاظم، دانشی، وحید و سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *فصلنامه دانش حسابداری*، ۹ (۲): ۱۶۳-۱۷۹.
- صالحی کردآبادی، سجاد و زاده‌دوستی، فرزانه (۱۴۰۲). رابطه حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران. *نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۳ (۲۶): ۹۲-۱۰۹.
- طهماسبی، زهرا، هژبرکیانی، کامبیز، مهرآرا، محسن و صفوی، بیژن (۱۴۰۲). مقایسه اثرات نامتقارن سیاست پولی (حجم نقدینگی) بر تولید بخش صنعت و خدمات در کشورهای منتخب صادرکننده نفت: رهیافت Panel GMM. *فصلنامه اقتصاد دفاع و توسعه پایدار*، ۸ (۲۹): ۱۵۳-۱۶۸.
- عبدی، مجید، حسینی، سیده عاطفه و غلام‌ابری، امیر (۱۴۰۱). مدل‌سازی شوک متغیرهای اثرگذار بر پیش‌بینی بازده سهام رویکرد هیبریدی مدل‌های (BMA-BVAR). *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی*، ۱۶ (۵۹): ۸۷-۱۱۲.
- فروغی، داریوش و جهان‌بخش، امید (۱۳۹۹). نقش تعدیل‌کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۹ (۳۴): ۵-۲۰.

- قوسی، زیبا و اکبرپور، سعید (۱۳۹۸). تأثیر بحران اقتصادی بر عملکرد مالی و بازده سهام شرکت‌ها. فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۱۰): ۲۶-۳۸.
- کامیابی، یحیی و نصیری، سیده زهرا (۱۳۹۷). تأثیر تمایلات سرمایه‌گذار بر بازده مازاد در الگوی پنج‌عاملی فاما و فرنچ. فصلنامه دانش حسابداری، ۹(۳۵): ۷۱-۱۰۳. شناسه دیجیتال (doi): 10.22103/JAK.2018.11841.2646
- کشاورز، هادی و رضایی، محمد (۱۴۰۰). اثر ریسک اقتصادی، مالی و سیاسی بر ریسک و بازده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد پولی مالی، ۲۸(۲۲): ۱۲۷-۱۵۲. شناسه دیجیتال (doi): 10.22067/mfe.2022.74053.1144
- لونی، سمیه، عباسیان، عزت‌اله و حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۳(۲): ۲۴۹-۲۶۸. شناسه دیجیتال (doi): 10.22059/FRJ.2021.310437.1007069
- محسنی، حدیثه، پهلوانی، مصیب، شهیکی تاش، محمدنبی، میرجلیلی، سید حسین (۱۳۹۸). آنالیز نقش سیاست پولی نامتعارف با استفاده از شاخص شرایط مالی: رهیافت خودرگرسیون برداری بیزی. فصلنامه اقتصاد و الگوسازی، ۱۰(۳۷): ۲۴۰-۲۱۱.
- هاشمی کوچکسرای، سید محمدحسن، داداشی، ایمان، یحیی‌زاده‌فر، محمود و غلام‌نیا روشن، حمیدرضا (۱۳۹۹). تبیین نقش معیارهای عملکردی و حاکمیتی در تعیین ارزش شرکت با رویکرد مبتنی بر هوش مصنوعی. فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۲(۱): ۱۴۷-۱۳۱.
- احمدخانی، مسعود، عبدالرحیمیان، محمد حسین و میرجعفری اردکانی، سید احمد (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین عوامل سرمایه‌گذاری با عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. چهارمین همایش بین‌المللی مدیریت، روان‌شناسی و علوم انسانی با رویکرد توسعه پایدار، ۵(۴۴): ۲۶-۳۳.
- Afsari, N., Torabi, T., Nikoomaram, H., & Darabi, R. (2021). Explaining the impact of corporate governance mechanisms on dividend policy in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 10(37): 69-82. (in Persian)
- Amiri, H., & Pirdadeh Beyranvand, M. (2019). Uncertainty about economic policies and the stock market in Iran based on Markov switching model. *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(44): 49-67. (in Persian)
- Amri-Asrami, M. (2023). Performance quality, stock returns and idiosyncratic volatility. *Financial Accounting and Auditing Research*, 15(59): 219-241. (in Persian)
- Almutairi A.R, Quttainah MA. (2019). Corporate governance and accounting conservatism in Islamic banks. *Thunderbird International Business Review*, 61: 745-764. <https://doi.org/10.1002/tie.22063>.
- Ahmadkhani, M., Abdolrahimian, M. H., & Mirjafari Ardakani, S. A. (2019). *Investigating the relationship between investment factors and performance and stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Fourth International Conference on Management, Psychology and Humanities with a Sustainable Development Approach, 5(5(44)): 26-33. (in Persian)
- Abdi, M., Hosseini, S. A., & Gholam Abri, A. (2022). Shock modeling of influencing variables on stock return forecasting with the approach of BMA-BVR Models. *Journal of Economic Modeling*, 16(59): 87-112. Doi: 10.30495/eco.2022.1972863.2706. (in Persian)
- Boubaker, S., Nguyen, D. K., Piljak, V., & Savvides, A. (2019). Financial development, government bond returns, and stability: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 61: 81-96.



- Balgova, M., Nies, M., & Plekhanov, A. (2016). *The economic impact of reducing non-performing loans*. EBRD Working Paper No. 193, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3119677> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3119677>.
- Batuman, B., Yildiz, Y., & Baha Karan, M. (2022). The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: Evidence from Eastern European countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(4): 678-687. doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.002.
- Bayani, O., & Mohammadi, T. (2019). Factors affecting financial crises: The Bayesian model averaging. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*, 16(2): 145-180. Doi: 10.22055/JQE.2019.28208.2017 (in Persian)
- Bebchuk, L. A., Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78: 409-433.
- Ben Ghoszi, B., & Chaibi, H. (2021). Political risks and financial markets: Emerging vs. developed economies. *EuroMed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/EMJB-11-2020-0123>
- Box, G.E.P., & Jenkins, G.M. (1976). *Time series analysis: Forecasting and control*. Revised Edition, Holden Day, San Francisco.
- Dahmene, M., Boughrara, A., & Slim, S. (2021). Nonlinearity in stock returns: Do risk aversion, investor sentiment and, monetary policy shocks matter? *International Review of Economics & Finance*, 71: 676-699.
- Dumitrescu, A. (2010). Corporate governance and market liquidity. *Financial Accounting and Reporting Research*, 48, 423-471. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1343783>
- Effendi, Kh. (2019). Oil prices and macroeconomic on the Islamic banking performance in OPEC Member countries. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(1): 200-204. Doi:10.32479/IJEEP.7098.
- Elfeituri, H. (2022). Banking stability, institutional quality, market concentration, competition and political conflict in MENA. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 76, 101476. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101476>
- Fan, Z., Zhang, Z., & Zhao, Y. (2021). Does oil price uncertainty affect corporate leverage? Evidence from China. *Energy Economics*, 98: 105252. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105252>.
- Fama, E.F., & French, K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2): 427-465.
- Foroughi, D., & Jahanbakhsh, O. (2020). The moderating role of financial leverage and dividend policy in the impact of corporate governance on firm value in listed companies on the Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Studies*, 9(34): 5-20. Doi: 10.22034/iaas.2020.112770. (in Persian)
- Ghoosi, Z., & Akbarpour, S. (2019). Impact of the economic crisis on financial performance and stock returns of companies. *Journal of Accounting and Management Vision*, 2(10): 26-38. (in Persian)
- Hashemi Kochaksaraei, S. M. H., Dadashi, I., Yahyazadehfard, M., & Gholamnia Roshan, H. R. (2020). Explaining the role of performance and governance criteria in determining company value using an artificial intelligence-based approach. *Journal of Financial Research*, 22(1): 131-147. Doi: 10.22059/frj.2019.283697.1006885. (in Persian)
- Hughes, P. J., & Mester, Loretta J. (2011). Who said large banks don't experience scale economies? evidence from a risk-return-driven cost function. *SSRN Electronic Journal*, 22(4): 11-47. DOI:10.2139/ssrn.1904527
- Hoitash, U., & Mkrtchyan, A. (2022). Internal governance and outside directors' connections to non-director executives. *Journal of accounting and economics*, 73(1): 101436. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2021.101436>.
- Kabir Hassan, M., Khan, A., & Paltrinieri, A. (2019). Liquidity risk, credit risk and stability in Islamic and conventional banks. *Research in International Business and Finance*, 48: 17-31

- Kamyabi, Y., & Nasiri, S. Z. (2019). The effects of investor sentiment on excess return in Fama-French's five-factor model. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(4(35)): 71-103. Doi: 10.22103/ JAK. 2018.11841.2646 (in Persian)
- Kelikume, I., & Muritala, O. (2019). The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS)*, 8(3): 169-194. DOI:10.32327/IJMESS/8.3.2019.11
- Keshavarz, H., & Rrezaei, M. (2022). Political, financial and economic instability in the iran economy: Dimensions and factors. *International Political Economy Studies*, 4(2): 691-724. (in Persian)
- Loni, S., Abbasian, E., & Haji, G. (2021). The effect of economic policy uncertainty on corporate investment: Evidence from companies listed on the Tehran stock exchange. *Financial Research Journal*, 23(2): 249-268. doi: 10.22059/FRJ.2021.310437.1007069. (in Persian)
- Lutf, L., & Omarkhil, H. (2018). Impact of macroeconomic factors on banking profitability. *International Finance and Banking*, 5(1): 44-69.
- Ludvigson, S. C., Ma, S., & Ng, S. (2021). Uncertainty and business cycles: exogenous impulse or endogenous response? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(4): 369-410.
- Mohseni, H. , Pahlavani, M. , Shahiki Tash, M. N., & Mirjalili, H. (2019). Analysis of the role of unconventional monetary policy using the financial conditions index: The B-VAR approach. *Journal of Economics and Modelling*, 10(1(37)): 211-240. Doi: 10.29252/eco.j.10.1.211. (in Persian)
- Munir, A., Ullah Khan, F., Usman – Taunsvi, M., & Khuram, S. (2019). Relationship between Corporate Governance, Corporate Sustainability and Financial Performance. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 13 (4): 915-933.
- Nelson, D.B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 59: 347-370. <https://doi.org/10.2307/2938260>.
- Rahmati, N., & Ahadi Sarkani, S. Y. (2017). Investigating the uncertainty of economic policy on the risk of stock price crash, economic studies. *Financial Management and Accounting*, 7(1): 360-365. (in Persian)
- Raifu, N. A., Nnadozie, O. O., & Adeniyi, O. A. (2021). Infrastructure-structural transformation nexus in Africa: The role of financial sector development. *Journal of African Development*, 22(1): 124–165.
- Rasfigani, S., & Dehghan, A. (2021). The impact of corporate governance on financial performance with the mediating role of corporate sustainability: A study on private banks in Iran. *Financial Engineering and Securities Management*, 13(47): 188-209. (in Persian)
- Salehi-Kordabadi, S., & Zad-Dousti, F. (2020). The relationship between corporate governance, earnings management and financial performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(26): 92-109. (in Persian)
- Sandrarajan, V., & Balino, T. (1991). *Banking crises: Cases and issues*. International Monetary Fund: Washington D.C.
- Shamsadini, K., Daneshi, V., & Seyedi, F. (2018). Investigating the effect of investors' behavior and management on stock returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2): 163-189. Doi: 10.22103 /JAK. 2018. 10916.2497. (in Persian)
- Taghizadeh, H. , Sharifi Renani, H., & Ghobadi, S. (2021). Assessing financial stability in the Iranian economy under monetary policy and macro prudential policy. *Economic Strategy*, 10(36): 145-176. (in Persian)
- Tahmasbi, Z. , Hojabr Kiani, K. , Mehrara, M. and Safavi, B. (2023). A comparison of the asymmetric effects of monetary policy on industries & service sector output in selected oil exporting countries: A Panel GMM approach. *Journal of Defense Economics and Sustainable Development*, 8(29): 153-168. (in Persian)



- Shahzad, A., Sajid Nazir, M., Jibran Qamar., M. A., & Abid, A. (2020). The impact of corporate governance on firm value with the moderating role of discretionary earnings management. *International Journal of Business Excellence*: 1-28. DOI:10.1504/IJBEX.2020.10031827
- Lou, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51(2):101112. DOI:10.1016/J.RIBAF.2019.101112.
- Tricker, R. Ian (Robert Ian) (2009). *Corporate governance : principles, policies, and practices*. Oxford; New York : Oxford University Press.
- Verbeek P. P. (2005). *What things do: philosophical reflections on technology, agency, and design?* University Park: Pennsylvania university state press.
- Younas, Z. I., Qureshi, A., & Saleh Al-Faryan, M. A. (2022). Financial inclusion, the shadow economy and economic growth in developing economies. *Structural Change and Economic Dynamics*, 62: 613-621. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2022.03.011>
- Zeraati, M., Sufi Majidpour, M., Mahmoodzadeh, M., & Fathabadi, M. (2023). Asymmetric effects of stock market shocks on the foreign exchange market in Iran: Application of the conditional dynamic autoregressive model and APARCH. *Economic Modeling*, 17(62(3)): 37-58. (in Persian)
- Zhou, M., .Li, K., & Chen, Zh. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis, Elsevier*, 73(C): 101652. DOI: 10.1016/j. irfa. 2020.101652.

