



Investigating the effect of systemic risk, foreign direct investment and international trade on investment efficiency in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Masih Moghri^{1*}

1. Neyshaboor Islamic Azad University, Iran

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of systematic risk, direct foreign direct investment and international trade on investment efficiency in companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2015 to 2018. In this research, because mathematical and numerical symbols are used to understand and explain the subject, the type of research is quantitative. The research is also descriptive-correlational research, because in this type of research, the effect of two or more variables is analysed based on the purpose of the research. The results show that the greater the emphasis on intermediary and consumer industries, and a greater dependence on foreign countries; the systematic risk increases, which in turn would lead to a decrease in investment for the specified industries. Reducing interest rates alone can be an effective factor in increasing the return on investment. As interest rates fall, so do investment costs, which in turn increases investment returns. The increase in the expected inflation rate also affects the investment in financial products, so that with the increase in the expected inflation rate, the expected rate of return on physical assets increases more compared to financial assets (financial products) and alternative physical assets. Financial assets are included in the portfolio. In a growing economy (business development cycle) where the wealth and income of individuals are increasing, the demand for investment in financial products increases, which in turn leads to an increase in the price and return on investment in these products. Recession and declining employment also increase systemic risk and reduce investment.

Keywords: Investment, Trade, Systemic risk, Stock exchange.

* Corresponding author: Masih Moghri, masih.moghri@yahoo.com



بررسی تأثیر ریسک سیستمی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین‌الملل بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مسیح مقری* | کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش بازرگانی بین‌الملل، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ریسک سیستمی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین‌الملل بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۹۴ تا ۹۷ است. در این تحقیق چون برای درک و تبیین موضوع از نمادهای ریاضی و عددی استفاده می‌شود، نوع تحقیق، کمی می‌باشد. همچنین تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی می‌باشد، زیرا در این نوع تحقیقات، تأثیر دو یا چند متغیر بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌شود. نتایج نشان می‌دهد هرچه میزان تأکید بر صنایع واسطه‌ای و مصرفی بیشتر باشد و وابستگی این صنایع به خارج بیشتر باشد، ریسک سیستماتیک افزایش می‌یابد که این خود منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در این صنایع می‌شود. کاهش نرخ بهره به تنهایی می‌تواند یک عامل مؤثر برای افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها باشد. با کاهش نرخ بهره، هزینه‌های سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد و این امر باعث افزایش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود. افزایش در نرخ تورم مورد انتظار نیز بر سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تأثیر گذار است، بدین صورت که با افزایش نرخ تورم مورد انتظار، نرخ بازده مورد انتظار دارایی‌های فیزیکی در مقایسه با دارایی‌های مالی (محصولات مالی) بیشتر افزایش یافته و دارایی‌های فیزیکی جایگزین دارایی‌های مالی در سبد دارایی‌ها می‌شود. در یک اقتصاد در حال رشد (چرخه توسعه تجاری) که میزان ثروت و درآمد افراد در حال افزایش است، میزان تقاضا برای سرمایه‌گذاری در محصولات مالی افزایش می‌یابد که این خود منجر به افزایش قیمت و بازده سرمایه‌گذاری در این محصولات می‌شود. رکود اقتصادی و کاهش اشتغال نیز موجب افزایش ریسک سیستماتیک و کاهش میزان سرمایه‌گذاری می‌شود.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاری، تجارت، ریسک سیستمی، بورس اوراق بهادار.

۱. مقدمه

اهمیت منابع اولیه و نیروی کار ارزان به عنوان مزیت نسبی رو به کاهش است. امروزه بدون توجه به توسعه علمی و فنی، توسعه اقتصادی به سختی قابل برنامه ریزی است. بنابراین کشورهای توسعه یافته از طریق گسترش فعالیتهای توسعه داخلی و جذب توسعه بین المللی (از طریق تجارت خارجی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی) با بهبود روشهای تولید به تدریج ظرفیتهای اقتصادی خود را به تولید کالاها و خدمات پیچیده تر و متنوع تر اختصاص داده اند؛ به طوری که در حال حاضر بخش عمده ظرفیت های اقتصادی این کشورها به تولید کالاهای با تکنولوژی پیشرفته اختصاص یافته است. هزینه های تحقیق و توسعه محصول خود را در شکل تکنولوژی، ابداع و تغییرات فنی وارد تابع تولید می نماید. ورود این متغیر در تابع تولید و مدل های رشد اقتصادی ضمن اثرگذاری و متحول نمودن ساختارهای اقتصادی، اجتماعی و فنی جامعه در بهره وری نهاده های تولید نیز مؤثر است (بنهایب و اسپیکل، ۲۰۱۴).

لذا کشورهای در حال توسعه از جمله ایران جهت پر کردن شکاف تکنولوژیکی رو به تعمیق می توانند از طریق تجارت بین الملل و جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی با خود تکنولوژی و روشهای فنی را منتقل نمایند و با سرمایه گذاری قابل ملاحظه ای در زمینه توسعه می توانند اقدام به جذب و بومی بودن توسعه خارجی نمایند. زیرا هر کشور در حال توسعه که از سرمایه گذاری های خارجی انجام شده در کشورهای صنعتی بیشتر استفاده نماید، سود بیشتری نصیب کشورش نموده است. به عبارت دیگر انتقال دانش فنی و فعالیت های تحقیق و توسعه از طریق تجارت بین الملل و سرمایه گذاری مستقیم خارجی می تواند موجب افزایش سهم رشد بهره وری کل عوامل در رشد اقتصادی هر کشور شود (چنگ و دینوپویز، ۲۰۱۲).

از طرف دیگر ورود شرکت های خارجی، تکنولوژی و مدیریت فناوری را فراهم آورده که به افزایش بهره وری کمک می کند. سرمایه گذاری مستقیم خارجی نیز ظرفیتهای مولد صنایع داخلی را افزایش خواهد داد، در صورتی که شرکتهای خارجی مکمل شرکتهای داخلی شوند (کریستینسن و کامینگز، ۲۰۱۱). منافع غیرمستقیم نیز در اثر نقش تجارت بین الملل در تعیین توانایی اجتماعی یک کشور برای رسیدن به سطح کشورهای پیشرفته ایجاد می شود. تجارت بین الملل ممکن است از طریق افزایش دسترسی به کالاهای واسطه ای نیز سطح بهره وری در یک کشور را بالا ببرد (حجازی و صفریان، ۱۳۹۶).

ریسک سیستمی، در دانش مالی و اقتصادی، ریسکی است، که در اثر عوامل کلی بازار به وجود می آید، که به طور هم زمان بر قیمت کل اوراق بهادار موجود در بازار مالی تأثیر دارد. عواملی که موجب ایجاد این نوع ریسک می شوند، شامل تحولات اقتصادی، سیاسی و اجتماعی مانند تغییر نرخ ارز، چرخه های تجاری، سیاست های پولی و مالی دولت است (ماچینون، ۲۰۱۱). ریسک سیستمی یا غیرقابل اجتناب خاص یک یا چند شرکت نبوده، بلکه به کل بازار مربوط می شود و از جمله عوامل مؤثر بر آن می توان سیاست های کلان دولت، تغییرات نرخ ارز، تورم، چرخه های تجاری و غیره را نام برد. بدلیل آنکه اینگونه ریسک در ارتباط با وضعیت کلی بازار و نوسانات آن می باشند و در سبدهای اوراق بهادار که به نحوی مناسب، تنوع یافته باشد، قابل کاهش نمی باشند، به آن ریسک کاهش ناپذیر یا غیرقابل اجتناب نیز گفته می شود. از دیدگاه صاحبان سهام، ریسک سیستمی مجموعه سهام مهم است و این بدان مفهوم است، که قضاوت درباره تک تک سهام، نه براساس انحراف معیار بازده آن، بلکه بر مبنای ریسک سیستمی آن، صورت می گیرد. طبق نظریه نوین سبد سهام می توان

ریسک غیرسیستمی را از میان برد، ولی ریسک سیستمی همچنان باقی می‌ماند. شاخص بتا شاخصی برای اندازه‌گیری هم‌نوایی حرکت یک شرکت، با حرکت کل بازار یا شاخصی برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک می‌باشد (کوئه و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به مفاهیم فوق، در این مقاله به بررسی تأثیر ریسک سیستمی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین‌الملل بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهیم پرداخت.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاری یک امر ضروری و حیاتی در رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری است. برای اینکه وجوه لازم جهت سرمایه‌گذاری فراهم آید، باید یک سری منابع برای تأمین مالی وجود داشته باشد. بنابراین مدیران مالی می‌بایست در تأمین مالی ضمن در نظر داشتن منابع مختلف، به ریسک و بازده شرکت و تأثیر آن بر روی ریسک و بازده سهام عادی شرکت در بازار بورس نیز توجه داشته باشند. عواملی که ریسک یک شرکت را تعیین می‌کنند، متعددند. یکی از این عوامل ساختار سرمایه شرکت می‌باشد (اینکه شرکت در ساختار سرمایه خود چقدر آورده سهامداران و چقدر بدهی دارد). به علت اینکه استفاده از بدهی موجب ایجاد یک سری تعهدات ثابت (هزینه‌های مالی) برای شرکت می‌شود؛ لذا این تعهدات ثابت، ریسک شرکت را بالا می‌برد چرا که اگر شرکت نتواند اصل و فرع وام را بازپرداخت کند به درماندگی مالی (و نهایتاً ورشکستگی) می‌افتد. فرآیند ایجاد ریسک در بازارهای سرمایه از اهمیت زیادی برخوردار است. مطابق با تئوری‌های مالی، یکی از عوامل ایجادکننده ریسک، اهرم مالی می‌باشد. لذا انتخاب یک نسبت بدهی مطلوب که با در نظر داشتن بازدهی مناسب بتواند ریسک را به حداقل برساند، گامی است در جهت هدف اصلی مدیران مالی شرکت‌ها که همانا افزایش ارزش شرکت و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می‌باشد (اسلامی بیگدلی و دیگران، ۱۳۸۸).

ابعاد ادراک ریسک سرمایه‌گذاری

به اعتقاد دیاکون و ایونیو (۲۰۱۱)، ادراک ریسک سرمایه‌گذاران متخصص و مبتدی رامی‌توان با ۵ فاکتور مناسب اصلی به شرح زیر بیان کرد:

- ۱- عدم اطمینان نسبت به عرضه‌کنندگان سهام
- ۲- نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره
- ۳- نگرانی درباره تغییرات بازده
- ۴- شفاف نبودن اطلاعات
- ۵- نقض مقررات

در فرهنگ لغات ریسک به معنی شانس و احتمال آسیب و زیان تعریف شده است. اما تعریف مالی و مقداری ریسک، عبارت از توزیع احتمال نرخ بازده هر سرمایه‌گذاری است. بر این اساس، می‌توان نرخ دارایی‌هایی مانند اوراق بهادار را تغییر احتمال نرخ بازده آتی ناشی از آنها تعریف کرده، انحراف معیار بازده یک دارایی را معیار ریسک محسوب نمود (پیرصالحی و زینل همدانی، ۱۳۹۳). در سرمایه‌گذاری، ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (برحسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود (بری گام و دیگران، ۱۳۹۴).

ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف وجود دارد. درحالت کلی می‌توان گفت صکوک به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به صورت ذاتی نسبت به سایر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است (قلی زاده و همکاران، ۱۳۹۱). دلیل این موضوع آن است که تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت یک دارایی بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود (آدام و توماس، ۲۰۱۴).

از طرف دیگر تجارت بین‌المللی همانا روابط تجارتي یعنی صادرات و واردات کالاها و خدمات بین کشورهای مختلف جهان است. چون هیچ کشور را از ابتدا تاکنون نمیتوان یافت که تمام ضروریات و نیاز مندیهای خود را بدون داشتن روابط تجارتي به صورت احسن برآورده کند. لذا ناگزیر است برای رفع نیازمندی‌های خود روابط تجارتي را با دیگر کشورها برقرار کند. پس تجارت بین‌المللی ناشی از روابط عرضه و تقاضا برای کالا و خدمات بین کشورهای مختلف جهان به دلیل مفاد و سودآوری برقرار میگردد. امروز تجارت بین‌المللی شکل پیشرفته و مدرن تر را به خود گرفته و سهولت‌هایی را برای روابط تجارتي بین کشورها ایجاد کرده که این سهولت‌ها و پیشرفت تکنولوژی سرعت اثرات را در قسمت عرضه و تقاضای کالا در سطح بازارهای جهانی گذاشته است.

سباستین (۲۰۱۹) تحقیقی در ارتباط با تجارت خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی در شرکت‌های حاضر در بورس انجام دادند. نتایج نشان داد که این موضوع طی دهه اخیر که کشورها به نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در تأمین سرمایه مورد نیاز خود و اثرات سرریز آن پی برده‌اند، هر چه بیشتر مورد توجه قرار گرفته است؛ چرا که بدون شک چنانچه تصویر روشنی از الزامات و عوامل مؤثر بر جریان ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ایجاد شود، سیاستگذاران کشورهای مختلف قادر خواهند بود با برآورده کردن آنها، هر چه بیشتر از جریان سرمایه در عرصه بین‌المللی منتفع شوند.

هاردسون و همکاران (۲۰۱۸) تحقیقی در ارتباط ریسک سیستمی و سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج نشان داد که بحث سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به دلیل روابط پیشین و پسین و نیز مصادیق مختلف آن، در حوزه اقتصاد می‌تواند با رویکرد نظری از جنبه‌های مختلفی مورد بررسی قرار گیرد. مثلاً در مورد موضوعاتی چون بررسی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقایسه با سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی، نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در رشد اقتصادی و جوه حقوقی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تعهدات مترتب بر آن مبانی نظری به نسبت قابل توجهی وجود دارد.

فاستین و همکاران (۲۰۱۸) تحقیقی در ارتباط با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ریسک و تجارت در بورس انجام داد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یکی از مجاری تأمین مالی (سرمایه) در سطح بین‌المللی محسوب می‌شود.

۳. فرضیه‌های پژوهش

- **فرضیه اصلی:** ریسک سیستمی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین‌الملل بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۴. روش پژوهش

این تحقیق از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف از نوع تحقیقات کاربردی است که برای بررسی تأثیر ریسک سیستمی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین الملل بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. تحقیقات کاربردی تحقیقاتی هستند که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنونی که در تحقیقات پایه تدوین می‌شوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می‌گیرد. از لحاظ روش و ماهیت، تحقیق حاضر از نوع همبستگی است، که برای بدست آوردن ضرایب مدل از تحلیل رگرسیون استفاده کرد.

برای آزمون فرضیه اصلی از مدل زیر استفاده شده است:

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SRISK_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 FDInvestments_{it} + \beta_4 ITrade_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۷ می‌باشد. جمع‌آوری اطلاعات مربوط بر اساس دو رویکرد صورت گرفت. رویکرد اول مربوط به تدوین مبنای نظری و تعریف متغیرهای پژوهش است که از روش کتابخانه استفاده شده است و از متن مقالات و کتب منتشره مربوط استفاده شده است. در بخش دوم از روش میدانی برای گردآوری داده‌های پژوهش بهره‌گیری شده است. اطلاعات از متن صورتهای مالی حسابرسی شرکت‌های بورسی انتخابی و همچنین استفاده از سامانه Codal.ir و همچنین Tse.ir سایر گزارشهای مورد نیاز استخراج گردیده است.

۵. یافته‌های پژوهش

در جدول ۱ تعداد مشاهدات متغیرهای پژوهش از ۱۲۰ شرکت انتخابی فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ نشان داده شده است. ابتدا مشخص گردید که هیچ کدام از داده‌های پژوهش از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند. به منظور حل این موضوع و نرمال کردن داده‌های آماری از روش لگاریتم استفاده شد. بنابراین از تمام داده‌ها لگاریتم در مبنای نپر گرفته شد. همان‌طور که مشاهده می‌شود در جدول شماره ۱ تعداد، دامنه، کمترین و بیشترین مقدار، میانگین، انحراف معیار متغیرها نشان داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
INVEFF	۴۸۰	0.54	0.60	0.30	0.10	0.86
SRISK	۴۸۰	0.59	0.31	0.70	0.08	0.87
FDInvestments	۴۸۰	0.13	0.14	0.24	0.03	0.23
SIZE	۴۸۰	0.27	0.25	0.23	0.18	0.38
Itrade	۴۸۰	0.43	0.43	0.29	0.28	0.58
AGE	۴۸۰	0.63	0.64	0.17	0.04	0.91

آمار استنباطی

آزمون فرضیه اصلی

مدل تحقیق عبارت بود از:

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SRISK_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 FDInvestments_{it} + \beta_4 ITrade_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل‌های بالا هر کدام از علائم نشان‌دهنده:

 $INVEFF_{it}$ = کارایی سرمایه‌گذاری شرکت i در زمان t
 $SRISK_{it}$ = ریسک سیستمی شرکت i در زمان t
 $SIZE_{it}$ = اندازه شرکت i در زمان t
 $FDInvestments_{it}$ = سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شرکت i در زمان t
 $ITrade_{it}$ = تجارت بین‌الملل شرکت i در زمان t
 AGE_{it} = سن شرکت i در زمان t

جدول ۲. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

نام متغیر	ضریب	مقدار	آماره t	سطح معنی
عدد ثابت	β_0	۰/۸۷۶	۲/۸۷۳	۰/۰۰۴
SRISK		۰/۹۶۸	۲/۲۳۱	۰/۰۴۶
Investment		۰/۶۵۶	۲/۸۷۶	۰/۰۲۱
SIZE		۰/۳۰۷	۲/۹۲۱	۰/۰۱۶
Itrade		۰/۹۱۱	۲/۱۲۹	۰/۰۴۱
AGE		۱/۱۲۱	۳/۲۷۳	۰/۰۰۲۷
ضریب تعیین	۰/۵۲۸	آماره F		۱۴/۷۶۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۸۱	معنی‌داری (P -Value)		۰/۰۰۰
		آماره دوربین واتسون		۱/۹۳۲

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول ۲ ارائه شده است. مقدار آماره F (۱۴/۷۶۵) نیز حاکی از معنی‌داری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همان‌طور که در قسمت پایین جدول مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۵۲/۸ درصد و ۴۸/۱ درصد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۴۸/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر عملکرد مالی است.

مطابق با جدول ۲ سطح معنی داری (Sig) متغیرهای تحقیق کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۵٪) است؛ همچنین قدر مطلق آماره t مربوط به این متغیرها بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است.

همان طور که مشاهده می شود آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ است. بنابراین فرض عدم خود همبستگی رعایت شده است و نیازی به رفع آن نیست. میزان ضریب تعیین ۰/۵۳ بوده که نشان دهنده میزان تأثیر گذاری و تبیین کنندگی متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته می باشد. همچنین ارتباط بین تجارت بین الملل، سرمایه گذاری های مستقیم خارجی، ریسک سیستمی سهام شرکت ها و کارایی سرمایه گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ معنی دار بوده اند (سطح معنی داری > ۰/۰۵). بنابراین فرضیه پژوهش تأیید شده است.

۶. بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ریسک سیستمی، سرمایه گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین الملل بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۷ پرداخت. فرضیه پژوهش عبارت بود از اینکه ریسک سیستمی، سرمایه گذاری مستقیم خارجی و تجارت بین الملل بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است. یافته ها نشان داد که آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ است. بنابراین فرض عدم خود همبستگی رعایت شده است و نیازی به رفع آن نیست. میزان ضریب تعیین ۰/۵۳ بوده که نشان دهنده میزان تأثیر گذاری و تبیین کنندگی متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته می باشد. همچنین ارتباط بین تجارت بین الملل، سرمایه گذاری های مستقیم خارجی، ریسک سیستمی سهام شرکت ها و کارایی سرمایه گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ معنی دار بوده اند (سطح معنی داری > ۰/۰۵). بنابراین فرضیه پژوهش تأیید شده است. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق محسنی (۱۳۹۶)، عبدی و همکاران (۱۳۹۶)، دالسون (۲۰۱۸) و جرارد (۲۰۱۷) هم راستا می باشد.

در تبیین نتایج این تحقیق می توان گفت که دولت به عنوان یک ناظر و سیاستگذار کلان، نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. اما به طور کلی تکثر مراکز قدرت و تصمیم گیری، ابهام نقش و رابطه این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه گانه کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشتهای متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پا گیر، نقض آزادی های اقتصادی، موجب افزایش ریسک سیستماتیک و لذا کاهش شدید سرمایه گذاری می گردد. اقدامات و میزان دخالت دولت در اقتصاد، صنعت و بازرگانی نیز بر سرمایه گذاری در محصولات مالی تأثیر گذار است، به این معنی که هرچه میزان دخالت دولت در اقتصاد بیشتر باشد (کاهش مشارکت بخش خصوصی)، ریسک سیستماتیک افزایش و میزان سرمایه گذاری در محصولات مالی کاهش می یابد. برای مثال اگر دولت برای جبران کسری بودجه خود اقدام به انتشار اوراق قرضه نماید، مقدار اوراق قرضه عرضه شده در قیمت و نرخ بهره ای از این اوراق افزایش می یابد که این خود منجر به کاهش قیمت اوراق و افزایش نرخ بهره می گردد. در کشورهای توسعه یافته از بازار سرمایه به عنوان بازاری که موجب جلب مشارکت تمام افراد جامعه می شود نام می برند. اما در کشورهای توسعه نیافته و یا در حال توسعه به دلیل عدم فرهنگ سازی مناسب، درصد بسیار کمی در این بازار سهم هستند، درحالی که اگر بتوان بستر مناسبی فراهم نمود و با ایجاد جاذبه های واقعی، پس اندازهای

مردم را به این سو هدایت کرد، این مساله موجب بالا رفتن در آمد ملی، کاهش تورم، تخصیص نقدینگی موجود در بازار مولد و افزایش سرمایه گذاری و رفاه نسبی در جامعه می شود.

References

- ابزری، مهدی. صمدی، سعید و تیموری، سعید. (۱۳۹۶). "بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه گذاری در محصولات مالی"، مجله اقتصاد روند، شماره ۵۴.
- ابونوری، اسمعیل. مومنی، مانی. (۱۳۹۶). "بررسی اثر اهرمی در بازار سهام تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره اول.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و جولا، جعفر. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه ساختار سرمایه باریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم / شماره ۸، ص ۹۱-۱۱۳.
- بری گام، اوچین اوف، اوئیس سی گاپنسکی، فیلیپ آر دی وز. (۱۳۹۴). مدیریت مالی میانه، مترجم: علی پارسائیان. انتشارات ترمه.
- بهرامی، جاوید و میرزاپورباباجان، اکبر. (۱۳۹۱). "نسبت بهینه پوشش ریسک در قراردادهای آئیس که بهار آزادی مورد معامله در بورس کالای ایران"، فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، سالیستم، شماره ۶۴.
- پهلوان، حمید. رضوی، سیدروح اله. (۱۳۹۶). "اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار"، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران.
- پیرصالحی، مجتبی. زینل همدانی، علی. (۱۳۹۳). "بررسی ریسک و ارتباط آن با بازده در بازار بورس اوراق بهادار تهران"، برنامه و توسعه، دوره ۲، (۹).
- Benhabib, J., Spiegel, M. M., (2014). "The Role of Human Capital in Economic Development: Evidence from Aggregate Cross- Country Data", Journal of Monetary Economies, Vol: 34, pp: 143-173.
- Cheng, K. and E. Dinopoulos, (2012). "Endogenous Growth in Open Economies, Schumetreian Growth and International Business Cycles". A.E.R. Papers and Proceeding.
- Christensen, L. R. and D. Cummings (2011). "Real Product, Real Factor Input and Productivity in the Republic of Korea: 2000- 2010", Journal of Development Economics.
- Coe, David-T, Helpman, Elhanan, Hoffmaister, Alexander. (2017). North – South R&D Spillovers", Economic Journal, Vol: 107, pp: 134-99.
- Edwards, S., (2018). "Opeeness, Productivity and Growth: what Do We Really Know?", Economic Journal, Vol: 108, pp: 383-398.
- Hejazi, W. and E. Safarian (2016). "Trade, Investment and United States R&D Spillovers," Canadian Institute for Advanced Research Working Paper, ECWP-56.
- Griliches, Zvi (2018). "Productivity Puzzles and R&D: Another Nonexplanation", Journal of Economic Perspectives, No: 2, pp: 9-21.
- Lichtenberg, F. and B. Van Pottelsberghe de la Potterie (1996). "International R&D Spillover: A Re-examination," Working Paper, No: 5668, NBER.
- Sarel, Michael (2017). "Growth and Productivity in ASEAN Countries", Wp, International Monetary Fund IMF Working Paper.
- Gallmeyer. Hollifield. (2016). "Financial leverage Dose Not Cause Financial Effects". Texas A&M University.

Harris, Milton. Raviv, Artur. (2011). "The Theory of Capital Structure", the Journal of Finance.