

ریسک نقدشوندگی و بازده بازار سهام شرکت ها

مرتضی عباسی

حسابرس ارشد دیوان محاسبات کشور

چکیده

بازده سهام شرکت ها، نقش تعیین کننده‌ای را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌نماید. برخی اطلاعات، در پیش‌بینی سهام شرکت‌ها از اهمیت خاصی برخوردارند. نقدشوندگی سهام شرکت و ریسک-های مربوط به آن از جمله اطلاعاتی هستند که در تحقیقات مختلف برای پیش‌بینی بازده سهام مورد استفاده قرار گرفته‌اند. هدف اصلی این پژوهش تعیین رابطه بین ریسک نقدشوندگی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با استفاده از روش مطالعه‌ی رگرسیون چندگانه، داده‌های مربوط به ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مابین سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۴۰۱ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین ریسک نقدشوندگی و بازده جاری شرکت رابطه معنی دار منفی وجود دارد؛ یعنی با افزایش ریسک نقدشوندگی سهام، بازده جاری سهام کاهش می‌یابد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه معنی داری بین ریسک نقدشوندگی و بازده آتی سهام شرکت وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: ریسک نقدشوندگی سهام، بازده جاری سهام، بازده آتی سهام

۱- مقدمه

یکی از موضوع های اساسی در سرمایه گذاری میزان نقدینگی سهام دارایی هاست. نقش عامل نقدینگی سهام در ارزش گذاری دارایی ها بسیار مهم است؛ زیرا سرمایه گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن ها وجود دارد یا خیر؟ در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند و سرمایه گذاران با عنایت به بازده و ریسک سرمایه گذاری دارایی های مورد نظر خود را برمی گزینند. نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشان گر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی ها قابلیت نقدینگی سهام آن هاست. نقش عامل نقدینگی سهام در ارزش گذاری دارایی ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقدینگی سهام دارایی در ذهن خریدار است که می تواند باعث انصراف سرمایه گذار از سرمایه گذاری شود. هر چه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت. یکی از عوامل مهم مؤثر بر ریسک دارایی قابلیت نقدینگی سهام آن است. با آن که این عامل در تصمیم گیری ها نقش مهمی را ایفا می کند، ولی با وجود این تبدیل آن به عاملی عینی و کمی و اندازه گیری آن قدمت چندانی ندارد. آمیهود (۲۰۰۲) نسبت عدم نقدشوندگی را به صورت نسبت قدر مطلق بازده روزانه سهام به حجم معامله آن سهم در همان روز تعریف کرده است. موضوع نقدینگی سهام به عنوان یک عامل تعیین کننده بازده سهام از اواسط دهه 1980 مطرح شده است. برخی از سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقدینگی سهام دارایی ها می تواند اهمیت زیادی داشته باشد (شیخ و صفریور، ۱۳۸۶). رابطه بین بازده سهام و نقدینگی سهام را برخی از پژوهش گران نظیر بیکر و استین (۲۰۰۳) مثبت یافته اند برخی دیگر نظیر عمری، زبانی و لوکیل (۲۰۰۴) رابطه این دو متغیر را منفی اعلام نموده اند و البته با این حال مطالعه ها در این زمینه متوقف نشده است؛ زیرا نتایج این پژوهش ها بیانگر آن است که عامل ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده دارایی مؤثر است و همواره مورد توجه سرمایه گذاران بوده است (Miguel, et al., 2005). با این حال ابهاماتی در این زمینه وجود دارد؛ بنابراین، این پژوهش به بررسی رابطه میان ریسک نقدشوندگی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین ریسک نقدشوندگی و بازده جاری سهام شرکت رابطه معنی دار منفی وجود دارد؛ یعنی با افزایش ریسک نقدشوندگی سهام، بازده جاری سهام کاهش می یابد. هم چنین نتایج نشان می دهد که رابطه معنی داری بین ریسک نقدشوندگی و بازده آتی سهام شرکت وجود ندارد.

پیشینه تحقیق**پیشینه داخلی**

شروع تحقیقات در رابطه با ریسک عدم نقدشوندگی که گاهی با عنوان ریسک نقدشوندگی به آن پرداخته شده است، به اواسط دهه 80 میلادی بازمی گردد. این موضوع به رغم ریشه ای بودن آن جزو تحقیقات جدید در زمینه مدیریت مالی محسوب می شود. هر چند که طی همین مدت اندک نیز افراد بسیاری به مطالعه این جنبه از ریسک دارایی های مالی، بخصوص در بازار سهام پرداخته اند و نتایج مطالعات اولیه در این زمینه بسیار متفاوت بوده است. (سیرانی و همکاران، ۱۳۹۰). احمدپور و جمکرانی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه اطلاعات حسابداری و ریسک بازار پرداختند. تایج تحقیق آن ها نشان می دهد بین اطلاعات حسابداری با ریسک بازار شرکت ها، رابطه معنی دار وجود ندارد. این موضوع نشان می دهد که در ایران اطلاعات تاریخی حسابداری به طور کامل در قیمت اوراق بهادار انعکاس نمی یابند. به بیان دیگر یافته های آن ها بیان گر این مسئله است که بورس اوراق بهادار تهران، از کارایی لازم برخوردار نیست.

یحیی زاده فر و خرمیدین (۱۳۸۷) در تحقیقی با توجه به اهمیت رابطه بین ریسک و بازده، تأثیر ریسک عدم نقدشوندگی و عوامل نقدشوندگی شامل مزاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بر مزاد بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن ها از الگوی سری زمانی بر ای یک دوره زمانی از فروردین سال ۱۳۷۸ تا اسفند سال ۱۳۸۴ بطور ماهانه در بورس اوراق بهادار تهران بهره گیری کردند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته تحقیق تأثیر

معنی دار داشته‌اند. بدین معنی که تأثیر عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مزاد بازده سهام منفی، اما تأثیر مزاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مزاد بازده سهام مثبت بوده است.

رحمانی و سعیدی (۱۳۸۷) به ارزیابی عملکرد مدل‌های لاجیت در پیش بینی بازده سهام پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که اقلام صورت‌های مالی، توان تبیین و پیش بینی تغییرات بازده سهام را دارند. به بیان آن‌ها نسبت‌های مالی معنادار در مدل‌های برازش شده برای تک تک سال‌ها در طول زمان تغییر کرده که بیانگر ناپایداری متغیرهای حسابداری (نسبت‌های مالی) تبیین کننده تغییرات بازدهی سهام در طول زمان می‌باشد. آنها همچنین با مقایسه عملکرد مدل‌های لاجیت و مدل‌های رگرسیون خطی در پیش بینی بازده سهام دریافتند که عملکرد دو مدل تفاوت معنی داری ندارند.

ستایش و جمالیان پور (۱۳۸۸) به بررسی عوامل موثر بر قدرت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار طی دوره ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۷ پرداختند. آن‌ها از سه معیار نسبت گردش ریالی حجم معاملات، نسبت گردش تعدادی حجم معاملات و میانگین تعداد دفعات معامله سهام در روزهای معاملاتی برای اندازه گیری قدرت نقدشوندگی استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد میان خصوصیات مالی که توسط نسبت‌های مالی اندازه‌گیری شده بودند و قدرت نقدشوندگی سهام در اکثر موارد رابطه معنی‌دار وجود داشت.

مهرانی و رسائیان (۱۳۸۸) رابطه میان معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر عدم وجود هر گونه رابطه معنی دار بین بازده سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله‌ها و تعداد دفعات انجام معامله و وجود رابطه معنی دار بسیار کم اهمیت بین بازده سالانه سهام و درصد روزهای انجام معامله است.

سیرانی و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق خود به مطالعه تأثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این تحقیق همه شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز برای دوره چهار ساله مورد تحقیق (۸۳-۸۶) در مورد آن‌ها قابل دسترسی بود انتخاب گردیدند. نتایج تحقیق نشان داد که ریسک بازار، اندازه شرکت و سهام شناور رابطه معناداری با بازده دارند، اما رابطه ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ریسک نقدشوندگی با بازده معنادار نیست. همچنین بررسی آن‌ها نشان می‌دهند رابطه ریسک سیستماتیک و ریسک نقدشوندگی معنادار است.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر در تعدیل قیمت سهم و قابلیت پیش‌بینی بازده‌های آتی پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آنها کمتر و کیفیت اقلام تعهدی آن‌ها بیشتر باشد، شاخص تأخیر بزرگتری دارند. در حالی که توالی زیان، رابطه معناداری با شاخص یادشده ندارد. همچنین بر مبنای نتایج مشاهده شده، تفاوت معناداری در صرف ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که شاخص تأخیر کل آن‌ها نسبت به سایر شرکت‌ها بزرگتر است، وجود ندارد.

فدایی نژاد و خرم نیا (۱۳۹۱) به بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت‌ها و اثر آن بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که در سطح اطمینان 95 درصد در مورد اخبار بد منتشر شده از سوی شرکت، هر سه فرضیه تحقیق مبنی بر باارزش بودن اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار و در مورد اخبار خوب فقط فرضیه سوم تحقیق مبنی بر افزایش نقدشوندگی بازار تایید گردیده است. قالیباف اصل و کریمی (۱۳۹۱) به بررسی قیمت گذاری صرف نقدشوندگی، اندازه، ارزش و ریسک بازار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که تغییرات بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران بوسیله چهار عامل بازده بازار، اندازه شرکت، نسبت B/M و گردش معاملات سهام در حد نسبتاً قابل قبولی تبیین می‌شود. همچنین بین بازده بازار و اندازه شرکت با بازده سهام ارتباط معنی داری مشاهده شد.

پیشینه خارجی

براندن و وانگ (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر ریسک نقدشوندگی بر پیش بینی بازده و عملکرد صندوق های سرمایه گذاری در طی سال های ۲۰۰۶-۱۹۹۴ پرداختند. آن ها بیان کردند که بدون در نظر گرفتن تاثیر ریسک نقدشوندگی، پرتفوی های سرمایه گذاری که در پیش بینی هایشان از تجربه و مهارت مدیران بهره می برند از عملکرد خوبی برخوردارند. هر چند این عملکرد خوب در بازار های نوظهور یا دیده نمی شود و یا ضعیف است.

لیانگ و وی (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و بازده سهام در ۲۱ کشور توسعه یافته که در آن ها سرمایه گذاران خارجی آزادانه امکان تبدیل ارزهای خود را داشتند، پرداختند. آن ها به این نتیجه دست یافتند که ریسک نقدشوندگی منطقه ای نیازمند یک صرف ریسک سیستماتیک در میان ۱۱ بازار توسعه یافته بوده است. این صرف قیمت گذاری منطقه ای در کشورهایی که حاکمیت کشوری فراگیر و موثر دارند و فعالیت های معاملاتی درون سازمانی کمتری دارند، کوچک تر است. آن ها همچنین بیان داشتند که بعد از کنترل فاکتور بازار، ارزش و اندازه، ریسک نقدشوندگی جهانی یک فاکتور با اهمیت در بین تمامی پرتفوی های سرمایه گذاری در کشورهای توسعه یافته است. سرانجام به عقیده آن ها نقش ریسک نقدشوندگی بر روی بازده پرتفوی بازار کشور از لحاظ اقتصادی و آماری ملموس است.

جفری ان جی (۲۰۱۱) به بررسی اثر کیفیت اطلاعات بر ریسک نقدشوندگی در بازه زمانی ابتدای ژانویه ۱۹۸۳ الی دسامبر ۲۰۰۸ پرداختند. یافته های او نشان می دهد که تقلیل در هزینه سرمایه به علت این ارتباط از لحاظ اقتصادی قابل ملاحظه بوده است. او همچنین بیان نمود که رابطه منفی کیفیت اطلاعات و ریسک نقدشوندگی در مواقع شوک های بزرگ در نقدینگی بازار، قوی تر است.

آکباس و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی نوسان نقدشوندگی سهام شرکت و بازده مورد انتظار سهام شرکت های بورسی آمکس و نیویورک طی سال های ۲۰۰۹-۱۹۶۴ پرداختند. آن ها رابطه مثبتی را بین نقدشوندگی و بازده مورد انتظار سهام شرکت پیدا کردند.

سدکا (۲۰۱۰) در پژوهش خود نشان داد که ریسک نقدشوندگی که به وسیله کواریانس بازده اوراق با تغییرات غیر منتظره در نقدینگی تجمعی اندازه گیری می شود یک عامل تعیین کننده در صندوق های سرمایه گذاری در بازار شده است.

جانسون (۲۰۰۸) در سال ۲۰۰۸ به بررسی حجم معاملات، نقدینگی و ریسک نقدشوندگی پرداخت. یافته های پژوهش نشان می دهد که حجم و نقدینگی در مدل غیر مرتبط بوده اند ولی حجم مبادلات به طور مثبتی بر واریانس نقدینگی یا ریسک نقدشوندگی وابسته است.

مارشال و یانگ (۲۰۰۳) به رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام پرداخت و بیان داشت که تأثیر عامل اندازه شرکت بر بازده سهام منفی بوده است.

پاستور و استامباگ (۲۰۰۳) به بررسی ریسک نقدشوندگی و بازده مورد انتظار سهام شرکت ها پرداختند. آن ها دریافتند که بازده مورد انتظار سهام شرکت ها به طور مقطعی با حساسیت بازده به نوسان نقدشوندگی تجمعی بازار مرتبط است.

آمیهود (۲۰۰۲) اعلام نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه مثبت با بازده پیش بینی شده سهام است. او در تحقیق خود ادعا نموده است که بخشی از بازده مورد انتظار را می توان بوسیله صرف عدم نقدشوندگی بیان نمود.

چوردیا (۲۰۰۱) معتقد است که یکی از فرضیه های منطقی این است که ریسک به تغییرات نقدشوندگی مربوط است و سطح نقدشوندگی بر بازده دارایی موثر است.

فاما و فرنچ (۱۹۹۳) معتقدند که اندازه شرکت به عنوان شاخص نقد شونددگی اثر منفی و معنی داری بر بازده شرکت ها دارد.

روش تحقیق و جامعه آماری

روش تحقیق از نوع همبستگی و مبتنی بر مدل‌های رگرسیونی است که در آن به بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل پرداخته شده است. در این تحقیق به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه‌ای و آرشیو استفاده شده است. با توجه به بیان مسئله و ادبیات نظری پژوهش سوالات تحقیق به شرح زیر طرح شده‌اند:

آیا ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت تاثیرگذار است؟

آیا ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده آتی سهام شرکت تاثیرگذار است؟

که برای پاسخ به سوالات مطرح شده فرضیه‌های زیر طرح گردیده‌اند:

بین ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت تاثیرگذار است؟

بین ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده آتی سهام شرکت تاثیرگذار است؟

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ می باشد. با استفاده از نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک و با توجه به معیارهای زیر اقدام به نمونه‌گیری می شود:

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و موسسات واسطه‌گری مالی از نمونه آماری حذف می‌شوند. این امر به علت شرایط خاص محیط گزارش‌گری این شرکت‌هاست.

۲- شرکت در طول دوره تحقیق به صورت مستمر و مداوم عضو بازار بورس بوده باشد و از آن خارج نشده و یا به تابلوی غیر رسمی منتقل نشده باشد.

۳- پایان سال مالی شرکت باید منتهی به پایان اسفند بوده و در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴- اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.

با توجه به مباحث مطرح شده تعداد ۱۴۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند و آزمون‌های آماری لازم بر روی آن‌ها انجام شده است.

مدل آماری و متغیرها

مدل‌های آماری

مدل آزمون فرضیه اول:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_{i,t}^L + \alpha_2 TA_{i,t} + \alpha_3 LIQ_{i,t} + \alpha_4 CF_{i,t} + \alpha_5 Sg_{i,t} + \alpha_6 M/B_{i,t} + \alpha_7 Size_{i,t} + \alpha_8 Return_{i,t} + \alpha_9 Return_{i,t} + \varepsilon$$

که در آن:

$\beta_{i,t}^L$: حساسیت بازده سهام نسبت به تغییرات غیر منتظره در نقدینگی بازار، بیانگر فاکتور ریسک نقدشوندگی سهام شرکت i در

سال t ؛

(TA): حجم ریالی مبادله سهام شرکت i در سال t ؛

(LIQ): نقدینگی سهام شرکت i در سال t ؛

(CF): جریان نقدی سهام شرکت i در سال t ؛

(Sg): رشد فروش شرکت i در سال t ؛

(M/B): ارزش بازار سهام به ارزش دفتری شرکت i در سال t ؛

(Size): اندازه شرکت شرکت i در سال t ؛

(Return): بازده‌های پیشین (یک و دو دوره قبل) شرکت i در سال t ؛

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در سال t .

مدل آزمون فرضیه دوم :

$$R_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_{i,t}^L + \alpha_2 TA_{i,t} + \alpha_3 LIQ_{i,t} + \alpha_4 CF_{i,t} + \alpha_5 Sg_{i,t} + \alpha_6 M / B_{i,t} + \alpha_7 Size_{i,t} + \alpha_8 Return_{i,t} + \alpha_9 Return_{i,t} + \varepsilon$$

که در آن :

$R_{i,t+1}$: بازده سهام شرکت i در سال t .

متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل : ریسک نقدشوندگی

به پیروی از پاستور و استامباگ (۲۰۰۳) در این پژوهش، ریسک نقدشوندگی به عنوان کواریانس بین بازده سهام شرکت با تغییرات در نقدینگی بازار محاسبه شده است، حساسیت بازده سهام نسبت به تغییرات غیر منتظره در نقدینگی بازار، که از مدل بسط یافته سه فاکتوری فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به صورت زیر به دست می آید:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t}^M MKT_t + \beta_{i,t}^S SMB_t + \beta_{i,t}^H HML_t + \beta_{i,t}^L LIQ_t + \varepsilon_{i,t}$$

$r_{i,t}$: مازاد بازده سهام شرکت i در سال t نسبت به بازده بدون ریسک در سال t

MKT : مازاد بازده مورد انتظار از پرتفوی بازار نسبت به نرخ بازده بدون ریسک (عامل بازار)

SMB : اختلاف بین بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های بزرگ و پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های کوچک (عامل اندازه)

HML : اختلاف بین بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های سرمایه پذیر بالا و سرمایه پذیر پایین (عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار)

$\beta_{i,t}^M, \beta_{i,t}^S, \beta_{i,t}^H$: حساسیت های عوامل در رابطه با عامل بازار، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را نشان می دهد.

$\beta_{i,t}^L$: حساسیت بازده سهام نسبت به تغییرات غیر منتظره در نقدینگی بازار که بیانگر فاکتور ریسک نقدشوندگی است.

LIQ : فاکتور نقدینگی بازار که بیانگر تغییرات غیر منتظره در نقدینگی بازار بوده است. (پیوست ۱)

متغیرهای وابسته:

بازده سهام

کل عایدی است که یک سرمایه گذار در طول یک دوره سرمایه گذاری به دست می آورد. بازده سهام به نسبت قیمت سهم در اول دوره با فرمول زیر محاسبه می شود: (تهرانی و فنی اصل، ۱۳۸۶)

$$\text{تغییر قیمت سهم نسبت به ابتدای دوره} + \text{سود نقدی سهم} + \text{مزایای ناشی از حق تقدم} + \text{سهم جایزه} = \frac{\text{بازده سهام}}{\text{قیمت ابتدای دوره سهم}}$$

بازده آتی سهام:

برای محاسبه بازده آتی سهام نیز از بازده سهام در سال $t+1$ استفاده شده است

متغیرهای کنترلی:

ویژگی های بازار: عبارت است از برخی ویژگی های بازار که انتظار می رود بر ریسک نقدشوندگی شرکت اثرگذار باشند که در این پژوهش شامل؛ نقدینگی سهام، حجم مبادله سهام، بازده های پیشین و اندازه شرکت می باشند و به عنوان متغیرهای کنترلی اثرگذار بر ریسک نقدشوندگی در مدل آورده می شوند.

ویژگی های شرکت: عبارت است از برخی ویژگی های شرکت که انتظار می رود بر ریسک نقدشوندگی شرکت اثرگذار باشند که در این پژوهش شامل؛ ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، رشد فروش می باشند و به عنوان متغیرهای کنترلی اثرگذار بر ریسک نقدشوندگی در مدل آورده می شوند.

با توجه به تحقیق پاستور و استامباگ (۲۰۰۳) و همچنین دیچو و همکاران (۲۰۱۲) از متغیرهای کنترلی بالا استفاده شده است.

نتایج تحقیق آمار**آمار توصیفی داده ها**

در جدول زیر آماره های توصیفی از جمله میانگین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی و ضریب تغییرات برای داده ها مشخص شده اند. بر اساس جدول بیشترین ضریب تغییرات مربوط به ریسک نقدشوندگی سهام شرکت بوده است و برای اندازه شرکت کمترین میزان تغییرات را شاهد هستیم.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

ضریب تغییرات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	
3.26	25.2	4.06	0.765	0.235	Rit-2
3.04	26.5	4.02	0.739	0.243	Rit-1
2.24	42.6	5.65	56.86	25.35	TA
0.09	0.73	0.55	1.162	12.87	size1
1.13	11.2	-0.1	1.071	0.949	BM
19.84	882	29.7	10.29	0.519	Sg
5.74	157	11.9	1.436	0.25	CF
30.07	231	-6.4	0.315	-0.01	LIQ
73.01	79.7	2.92	0.822	0.011	BL
3.55	22.9	3.9	0.536	0.151	R
2.75	20.9	3.62	0.75	0.273	Rt+1

آزمون فرضیه اول :

آزمون Chow

بر اساس آزمون مدل در نقاط اثر زمانی دارای عرض از مبدا متفاوت نمی‌باشد. پس نیازی به استفاده از روش دیتاهای پنل به صورت نامتقارن نمی‌باشد لذا به شیوه سال- شرکت به برازش مدل‌ها می‌پردازیم.
جدول ۲. آزمون چاو

Chow Breakpoint Test: 148 296 444 592 740
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints

F-statistic	1.355	Prob. F	0.063
-------------	-------	---------	-------

بررسی باقیمانده‌ها

بر اساس آزمون کلموگروف-اسمرینوف ($K-s d=1.196-p-value=0.116$) نرمال بودن باقیمانده‌ها را نمی‌توان رد کرد و ثابت بودن واریانس توسط نمودار برآورد علیه باقیمانده ثابت می‌شود و آماره دوربین-واتسن ($D-V=1.909$) نیز عدم همبستگی باقیمانده را بیان می‌کند.
جدول ۳. بررسی باقیمانده‌ها

آماره های رگرسیون	
0.22	ضریب همبستگی
0.048	ضریب تعیین
0.037	ضریب تعیین تعدیل شده

همان طور که مشخص شد ضریب تعیین مدل برابر ۰,۰۴۸ است و بیانگر آن است که مدل قدرت تبیین‌کنندگی حدوداً ۵ درصدی متغیر وابسته را دارا می‌باشد.
جدول ۴. آنالیز واریانس

P_value	F_value	میانگین	درجه آزادی	مجموع مربعات	
		مربعات			
0	4.38	0.384	9	3.457	مدل
		0.088	777	68.141	خطا
			786	71.598	کل

جدول ۵. برآورد پارامترها

P_value	T_value	انحراف استاندارد	برآورد	
0.003	2.97	0.118	0.352	(Constant)
0.007	-2.7	0.013	-0.035	BL
0.001	-3.363	0.015	-0.05	Rit-2
0.564	0.577	0.016	0.009	Rit-1
0	3.699	0	0.001	TA
0.041	-2.043	0.009	-0.019	size1
0.3	-1.038	0.01	-0.011	BM
0.88	-0.151	0.001	0	Sg
0.676	-0.418	0.007	-0.003	CF
0.835	0.208	0.032	0.007	LIQ

مدل نهایی برازش شده آزمون فرضیه اول

$$R_{i,t} = 0.352 - 0.035\beta_{i,t}^L - 0.050R_{i,t-2} + 0.001TA - 0/019SIZE + \varepsilon$$

بر اساس مقادیر احتمال مدل و مقایسه آن با سطح معنی داری (۰.۰۵) و همچنین با توجه به ضریب رگرسیون مرتبط با ریسک نقدشوندگی سهام شرکت در معادله رگرسیون می توان پذیرفت که فرض صفر یا این فرض که "بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده سهام شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد." در سطح ۵ درصد رد می شود و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت: بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده سهام شرکت رابطه معنی دار وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم:

براساس آزمون کلموگروف-اسمرینوف (K-S d=۱.۱۸۴-p-value=۰.۱۲۱) نرمال بودن باقیماندهها را نمی توان رد کرد و ثابت بودن واریانس توسط نمودار برآورد علیه باقیمانده ثابت می شود و آماره دوربین-واتسن (D-V=۱.۹۱۱) نیز عدم همبستگی باقیمانده را بیان می کند.

جدول ۶. بررسی باقیمانده ها

آماره های رگرسیون	
0.32	ضریب همبستگی
0.102	ضریب تعیین
0.092	ضریب تعیین تعدیل شده

همان طور که مشخص شد ضریب تعیین مدل برابر 0.102 است و بیانگر آن است که مدل قدرت تبیین کنندگی حدوداً ۵ درصدی متغیر وابسته را دارا می باشد.

جدول ۷. آنالیز واریانس

P_value	F_value	میانگین	درجه آزادی	مجموع مربعات	
		مربعات			
0	10.466	1.019	9	9.173	مدل
		0.097	828	80.638	خطا
		55	837	89.811	کل

جدول ۸. برآورد پارامترها

P_value	T_value	انحراف استاندارد	برآورد	
0.002	3.15	0.121	0.382	(Constant)
0.557	-0.588	0.014	-0.008	BL
0	6.86	0.015	0.103	Rit-2
0.096	-1.665	0.016	-0.027	Rit-1
0.617	-0.5	0	0	TA
0.008	-2.68	0.009	-0.025	size1
0	5.496	0.01	0.056	BM
0.096	1.664	0.001	0.002	Sg
0.431	-0.788	0.007	-0.006	CF
0.658	0.443	0.033	0.015	LIQ

مدل نهایی برآورد شده آزمون فرضیه اول

$$R_{i,t+1} = 0.382 - 0.050R_{i,t-2} - 0/025SIZE - 0.056BM_{i,t} + \varepsilon$$

بر اساس مقادیر احتمال مدل و مقایسه آن با سطح معنی‌داری ($\alpha=0.05$) مدل از نظر آماری معنی دار است اما با توجه به مقدار احتمال و ضریب رگرسیون مرتبط با ریسک نقدشوندگی سهام شرکت در معادله رگرسیون می‌توان پذیرفت که فرض صفر یا این فرض که "بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده آتی سهام شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد." در سطح ۵ درصد رد نمی‌شود و با اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان فرضیه زیر را رد نمود:

بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده آتی سهام شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد.

پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

۱. مطالعه تاثیر نوع صنعت بر روابط ریسک نقدشوندگی سهام و بازده سهام شرکت‌ها؛

۲. استفاده از سایر مدل‌ها و متغیرها در تعریف نقدشوندگی و ریسک مربوط به آن

۳. بررسی روابط مدیریت سود و نقدشوندگی سهام شرکت ها برای دوره های زمانی کوتاه مدت کمتر از یک سال؛
۴. بررسی اثرات سایر متغیرهای کنترل نظیر نوع صنعت، ریسک و غیره.

نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش تعیین رابطه بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده جاری و آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است چرا که مشخص شدن رابطه بین این عوامل می تواند راه گشای بسیاری از تنگناهای تصمیم گیری سرمایه گذاران باشد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که رابطه بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده سهام از نظر آماری معنی دار است. بر اساس مدل نهایی برازش شده نتایج آماری برازش این مدل می توان گفت که مقادیر بالای ریسک نقدشوندگی سهام شرکت سبب کاهش بازده سهام می شوند. و همچنین نتایج بیان می دارند که رابطه بین ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و بازده آتی سهام از نظر آماری معنی دار نیست و لذا بر خلاف اثرگذاری ریسک نقدشوندگی سهام شرکت بر بازده سهام، این ریسک بر بازده های آتی سهام شرکت ها تاثیر گذار نمی باشد. نتایج آزمون فرضیه های این پژوهش با نتایج تحقیق یحیی زاده فر و خرمدین (۱۳۸۷)، سیرانی و همکاران (۱۳۹۰)، پاستور و استامباخ (۲۰۰۳)، آکباس و همکاران (۲۰۱۱) و لیانگ و وی (۲۰۱۳) که نقدشوندگی را عامل مهمی در تبیین بازده سهام شرکت ها معرفی کرده اند و ریسک نقدشوندگی سهام را باعث عدم اشتیاق سرمایه گذار به سهام و در نتیجه کاهش بازده آن معرفی کرده اند، هم راستا است. لذا می توان گفت بازده مورد نظر هر سرمایه با سطح ریسک آن یک رابطه بنیادی و اساسی دارد، بطوریکه زمانی یک طرح با ریسک بسیار بالا قابل قبول است که بازده پیش بینی شده آن نیز، بسیار بالا باشد.

منابع

- بابائیان علی، عرب مازار، محمد (۱۳۷۹)، "بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات اقلام ترازنامه با تغییرات بازده سهام در شرکت های بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، ص ۲.
- تهرانی رضا، فنی اصل محسن (۱۳۸۶)، "رابطه وجه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۴، صص ۲۱-۳۲.
- خالقی مقدم حمید، رستمی وهاب (۱۳۸۲)، "رابطه بین توانایی نسبی تداوم فعالیت و نسبت قیمت به سود در ارزیابی شرکت ها"، مجله مطالعات حسابداری، دانشکده حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی ۳ (۱): صص ۱-۲۴.
- دکتر احمدپور احمد، غلامی جمکرانی رضا (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه اطلاعات حسابداری و ریسک بازار (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و دوم، شماره دوم، صص ۳۰-۱۸.
- رحمانی علی، سعیدی فرشته (۱۳۸۷)، "ارزیابی عملکرد مدل های لاجیت در پیش بینی بازده سهام"، فصلنامه بورس اوراق بهادار سال اول، شماره ۲، صص ۴۳-۸۵.
- رحمانی علی، یوسفی فرزانه، رباط میلی مژگان (۱۳۹۱)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر در تعدیل قیمت سهم و قابلیت پیش بینی بازده های آتی"، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۲۰، صص ۱۵۸-۱۳۷.
- رستمیان فروغ، حاجی بابایی فاطمه (۱۳۸۸)، "اندازه گیری ریسک نقدینگی بانک با استفاده از مدل ارزش در معرض خطر، مطالعه موردی بانک سامان"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۴، صص ۱۹۸-۱۷۵.
- ستایش محمدحسین و جمالیان پور مظفر (۱۳۸۸)، "بررسی عوامل موثر بر قدرت نقدشوندگی سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد، ۲۱ (۵۱): صص ۲۴۰-۲۱۵.

سیرانی محمد، حجازی رضوان، کشاورز ملیحه (۱۳۹۰)، "مطالعه تأثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده سهامی مقطعی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، شماره پیاپی (۷)، صص ۱۲۴-۱۱۳.

شیخ محمد جواد، محمد حسن صفرپور. (1386)، "بررسی تأثیر دوره سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره 14، شماره ۵۰، صص ۹۹-۱۱۷. فدائی نژاد محمد اسماعیل، خرم نیا نوید (۱۳۹۱)، "بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکتها و اثر آن بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۸، صص ۸۲-۶۱. قالیباف اصل حسن، کریمی مهدی (۱۳۹۱)، "بررسی قیمت گذاری صرف نقدشوندگی، اندازه، ارزش و ریسک بازار در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره 17، صص ۱۰۵-۸۵. مهرانی ساسان، رسائیان امیر (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در ویرس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت های حسابداری، ۲ (۲): ۲۱۷-۲۳۰.

یحیی زاده فر محمود، خرم مدین جواد (۱۳۸۷)، نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۹، صص: ۱۱۸-۱۰۱.

Acharya, V; Pedersen, L; (2005) " Asset Pricing with Liquidity risk" Journal of Financial Economics, 77, pp 375-410.

Amihud, Y., (2002), Illiquidity and stock returns :cross-section and time series effects, Journal of Financial Markets 5, pp .31-56.

Baker, M. & Stein, J., (2003), Market liquidity as a sentiment indicator, Journal of Financial Markets 7.

Ball, & Brown ,P (1968) An Emprical Evaluation of accounting income numbers" journal of accounting Research, Atumn, pp.159-179 .

Brunnermeier, M., Pedersen, L.H., 2009. Market liquidity and funding liquidity. Review of Financial Studies 22, 2201-2238.

Campbell, J., Lo, A., MacKinlay, A., 1997. The Econometrics of Financial Markets. Princeton University Press, Princeton, NJ.

Chordia, T., Roll, R., Subrahmanyam, A., 2000. Commonality in liquidity. Journal of Financial Economics 56, 3-28.

E.S.Henderiksen,(1992) Accounting theory, pp.185-187.

Fama, K. & French, K., (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics, 33, pp .3-56.

Hendriksen, E.S. and Van Breda, M.F. (1992). Accounting Theory, 5th edition. united states of America: IRWIN.Inc.

Jeffrey Ng.2011. The effect of information quality on liquidity risk. Journal of Accounting and Economics vol 52 ,126-143.

Johnson, T. C.(2008). Volume, liquidity, and liquidity risk. Journal of Financial Economics 87, pp 388-417.

Marshall, B. & Martin, Young, (2006), Liquidity and Stock Returns in Pure Order-driven Markets: Evidence from the Australian Stock Market, International Review of Financial Analysis 12, pp .173-188.

Miguel A, Martı´nez, Bele´n Nieto, Gonzalo Rubio, Mikel Tapia(2005). Asset pricing and systematic liquidity risk: An Empirical Investigation of the Spanish Stock Market, International Review of Economics and Finance, 14: 81-103.

Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N., (2003), Impact of Liquidity on Stock Returns: an Empirical Investigation of the Tunis Stock Market, Finance and Business Strategies, Social Science Electronic Publishing.

Pastor, L., Stambaugh, R., 2003. Liquidity risk and expected stock returns. Journal of Political Economy 111, 642–685.

Sadka ,Ronnie,2010. Liquidity risk and the cross-section of hedge-fund returns, Journal of Financial Economics vol 98 , 54–71.