

آزمون اثرگذاری همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام

مهران متین فرد^۱

صحبت صلاح ورزی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۰۱

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی آزمون همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۹ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است (۶۵۴ شرکت - سال). برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون چند متغیره ترکیبی استفاده شده است. بطور کلی، نتایج نشان می دهد که همزمانی قیمت سهام، عامل تاثیرگذاری بر ریسک کاهش قیمت سهام است.

سایر یافته های پژوهش حاکی از وجود اثر مثبت و معنادار ضریب منفی چولگی بازده سهام و شاخص سود آوری بر ریسک کاهش قیمت سهام و همچنین رابطه معکوس (منفی) نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی و اندازه شرکت بر ریسک کاهش قیمت سهام و نیز بی معنا بودن رابطه فرصت های رشد و اهرم مالی با متغیر ریسک کاهش قیمت سهام می باشد.

واژه های کلیدی: همزمانی قیمت سهام، ریسک کاهش قیمت سهام، بازده سهام.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران (نویسنده مسئول) Mehran.matinfard2@gmail.com

۲- کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران sohbat8@gmail.com

۱- مقدمه

مساله برای سرمایه گذاران امکان پیش بینی تغییرات قیمت است. ما در این پژوهش فرض می‌کنیم که نظارت قوی سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری‌های مدیریت در ارتباط با جریان‌های نقدی را محدود کرده و باید ریسک در ارتباط با قیمت سهام کاهش داده شود. چن و همکاران (۲۰۰۷)، نظارت سرمایه‌گذاران را شامل هر دو مورد گردآوری اطلاعات خاص شرکت و نفوذ مدیریت در ارتباط با حفاظت از حقوق مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی می‌دانند. معمولاً بازده در یک دوره معین شامل هر گونه وجه نقد دریافتی به اضافه تغییرات قیمت دارایی در طول دوره تقسیم بر قیمت اوراق یا دارایی در زمان خرید است (گومپرز و همکاران، ۲۰۰۳).

ریسک کاهش (سقوط) قیمت سهام و دیدگاه‌های مختلف موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری را به خود جلب کرده است. این تغییرات عمدتاً به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط سهام که به کاهش شدید بازده منجر می‌شود، در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهشگران بوده است. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است.

الف) سقوط قیمت سهام یک تغییر بسیار بزرگ و غیر معمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛
ب) این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند؛

ج) سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود.

هریک از ویژگی‌های سه گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و قوی ریشه دارند. در رابطه

در ایران نقش بازارهای سرمایه در ساختار مالی بخش‌های مختلف اقتصادی به مراتب قوی‌تر و پررنگ‌تر از سایر بازارها می‌باشد (پیتروسکی و رول استون، ۲۰۰۴). عوامل مؤثر بر قیمت سهام شرکت‌ها را می‌توان به عوامل داخلی (تحت کنترل مدیریت شرکت‌ها) و عوامل خارجی (خارج از کنترل مدیریت شرکت‌ها) تقسیم نمود (فرناندس و فریرا، ۲۰۰۹). ریسک کاهش قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و پژوهش در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. افزایش پدیده کاهش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود، که این مساله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منبع سرمایه‌گذاران توسط آنها از بورس اوراق بهادار شود. در اقتصاد رو به رشد حال حاضر سرمایه‌گذاران، مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (چن و همکاران، ۲۰۰۷). بنابراین تعیین میزان تاثیر عواملی که بر روی بازده و قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد، هم از جهت سرمایه‌گذاران و هم از جهت مدیران مالی از اهمیت به‌سزایی برخوردار است (بیک و همکاران، ۲۰۱۰).

در ادامه ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان می‌شود. سپس روش پژوهش، فرضیه‌ها و مدل‌های مورد استفاده تشریح خواهند شد. در نهایت یافته‌های حاصل از تحلیل آماری بررسی و تفسیر شده و نتیجه‌گیری نیز بیان می‌شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاران در زمره سزاوارترین گروه‌ها برای دریافت اطلاعات به موقع می‌باشند. تغییرات قیمت سهام یک منبع مهم اطلاعاتی و مؤثر برای آنان در ارزیابی وضعیت واحد تجاری است. بنابراین مهمترین

قلمداد می شوند. با توجه به اینکه سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد $3/2$ به عنوان مرز بین نوسان‌های عادی و غیر عادی در نظر گرفته می‌شود.

بلک و کریستی^۳ (۲۰۰۷) در توضیح چگونگی بروز پدیده سقوط قیمت سهام، نظریه اثرات اهرمی را ارائه کردند. این نظریه بیان می‌کند که کاهش (افزایش) در قیمت سهام یک شرکت، اهرم‌های مالی و عملیاتی آن را افزایش (کاهش) می‌دهد و متقابلاً منجر به نوسان بازده سهام و این واکنش نامتقارن، چولگی منفی بازده سهام را به همراه دارد. بلانچارد و واتسون^۴ (۱۹۸۲) در توضیح پدیده چولگی منفی بازده سهام، مدل حساب تصادفی قیمت سهام را مطرح کردند. بر اساس نظریه‌های مالی نوین، ارزش یک سهم با جمع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن برابر است. همچنین بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا برابر یا در محدوده ارزش ذاتی آن در نوسان است. اما در بعضی مواقع بر اثر یک شوک (انتشار اطلاعات جدید و...)، قیمت‌ها بدون هیچ توجیه بنیادی و اقتصادی افزایش می‌یابد و به عبارت دیگر قیمت سهام به گونه چشمگیری افزایش می‌یابد. از این فرایند در ادبیات مالی با عنوان حساب قیمتی یاد می‌شود. بلانچارد و واتسون معتقدند که چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت سهام از ترکیب حساب‌های قیمتی ناشی می‌شود.

همزمانی قیمت سهام و بازده سهام

جانسون، همزمانی قیمت سهام را اینگونه تعریف میکند: درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس میشود. همچنین دورنم و مورک و یونگ^(۲۰۰۳) و پیتروسکی و رولستون^(۲۰۰۴) همزمانی بازده سهام را اینگونه تعریف کرده‌اند: نشان دهنده این است که تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را شرح میدهد. رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت میکند. حرکت بازار که متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و

با ویژگی نخست، هانگ و استین^۱ (۲۰۰۳)، بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص ($s \& p 500$) رخ داده است و به ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افزایش اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است.

ویژگی دوم تعریف فوق ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است؛ بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیشتر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است. این عدم تقارن به دو طریق قابل اثبات است. نخست از طریق مشاهده مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار، می‌توان این عدم تقارن را به وضوح ملاحظه کرد. بررسی داده‌های مزبور نشان می‌دهد که از ۱۰ تغییر بزرگی که بعد از سال ۱۹۴۷ در شاخص $s \& p 500$ رخ داده است، ۹ مورد آنها کاهش بوده است. به طور کلی، بخش وسیعی از ادبیات مربوط به بازار سهام، بیانگر آن است که بازده سهام در طول زمان نشان دهنده چولگی منفی یا نوسان نامتقارن است.

سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام این است که سقوط پدیده‌ای است که تمام بازار را در بر می‌گیرد. بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند.

تقریباً در تمام مطالعات انجام شده، پدیده سقوط قیمت سهام به عنوان پدیده‌ای مترادف با چولگی منفی بازده سهام، از لحاظ آماری این گونه تعریف شده است: «سقوط قیمت سهام به عنوان پدیده‌ای نادر در بازار سرمایه، زمانی رخ می‌دهد که بازده ماهانه خاص شرکت طی یک دوره زمانی، $3/2$ انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص شرکت طی همان دوره باشد». اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به علاوه $3/2$ انحراف معیار و میانگین منهای $3/2$ انحراف معیار قرار می‌گیرند، از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شوند و نوسان‌های خارج از این فاصله جزو موارد غیرعادی

بازده سهام و عوامل موثر بر آن: بازده سهام عادی، عبارتست از مجموعه عایداتی که در طول یک دوره مالی به شرح ذیل به دارنده سهم تعلق می‌گیرد که شامل: تغییر قیمت، سود نقدی هر سهم، عوامل موثر بر قیمت و بازدهی هر سهم را می‌توان به دو گروه تجزیه کرد؛ گروه نخست مرتبط با تأثیری است که هر سهم از عوامل کلی اقتصاد می‌پذیرد و گروه دوم وابسته به متغیرهایی است که تنها به خود همان سهم مربوط می‌باشد.

متغیرهای اقتصادی مختلفی را می‌توان به عنوان عامل تأثیرگذار روی بازده سهام در نظر گرفت، اما اگر بخواهیم یک متغیر را به عنوان تأثیرگذارترین متغیر انتخاب کنیم، بهترین انتخاب شاخص بازار سرمایه است. برای سادگی، تمام عوامل انحصاری که تنها بر یک سهم موثر هستند را نیز در یک عامل خلاصه می‌کنیم. به این ترتیب می‌توان مدل معروف به مدل بازار را ساخت. مطابق این مدل، بازده هر سهم از دو عامل تشکیل می‌گردد که یک جزء آن ناشی از بازار است که ضریب تأثیرپذیری سهم از بازار را بتا می‌نامند؛ جزء دیگر بازده هر سهم مربوط به خود سهم است که آلفا نامیده می‌شود.

بسیاری از سرمایه‌گذاران در پیش بینی‌های خود، عواملی از قبیل بازدهی سهام و نسبت قیمت به سود را در نظر می‌گیرند و هنگامی که بازده سهام کاهش می‌یابد و یا نسبت قیمت به سود به طور بی سابقه‌ای افزایش می‌یابد، آنها را زنگ خطر تلقی می‌کنند. بدین ترتیب چنین مطرح می‌شود که علت تغییرات در روند اولیه قیمت سهام، سوددهی شرکت‌های صادر کننده سهام می‌باشد. این مسئله در مورد یک صنعت خاص نیز می‌تواند صادق باشد.

۲-۱- پیشینه پژوهش

تا کنون در ایران هیچ پژوهشی به بررسی نقش همزمانی قیمت سهام در کاهش ریسک قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند نشده است. لذا به تعدادی از پژوهش‌هایی که در رابطه با سقوط

سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (همزمانی قیمت) پایین باشد، نشان دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. بنابراین می‌توان گفت پایین بودن همزمانی بازده سهام شرکتها، در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آنها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان میکنند.

پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴)، با استفاده از همزمانی قیمت به تجزیه و تحلیل مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکتی که در قیمت منعکس میشود پرداختند که متوجه شدند معاملات درون گروهی و سرمایه‌گذاران نهادی به طور کلی اطلاعات خاص شرکتی بیشتری برای بازار فراهم میکنند. در حالی که بسیاری از شواهد مطابق با تفسیر همزمانی قیمت سهام به عنوان یک معیاری از مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکتی است که در قیمت سهام منعکس میشود، اما تعداد کمی از مطالعات وجود دارد که استدلال میکنند همزمانی قیمت به جای اطلاعات خاص شرکتی، پارازیت موجود در فرآیند معاملات را در خود جای میدهد. در تلاش برای تطبیق تفاوت در یافته‌های تجربی همزمانی قیمت، لی و لیو (۲۰۰۷) یک مدل از ریسک غیرسیستماتیک ارائه دادند. آنها نشان دادند که ریسک غیرسیستماتیک را میتوان به دو جزء پارازیت و جزء اطلاعاتی تجزیه کرد. آنها بیشتر جزء اطلاعاتی را به دو بخش بهروزرسانی اطلاعات و بخش تحلیل عدم اطمینان تجزیه کردند. ارزشمندی (کیفیت ارائه اطلاعات) قیمت با اجزای پارازیت کاهش می‌یابد، اما با جزء اطلاعات رابطه برعکس دارد (جانسون، ۲۰۰۹).

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین وجود و یا عدم وجود رویداد سقوط سهام در طول دوره پژوهش با سطح محافظه‌کاری حسابداری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. به عبارت دیگر، یافته‌ها حاکی از تأثیر مثبت محافظه‌کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام است. همچنین، رابطه بین محافظه‌کاری با وجود یا عدم وجود رویداد سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالا، به لحاظ آماری معنادار نیست و عدم تقارن اطلاعاتی، نتوانسته است تأثیر محافظه‌کاری در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.

دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱)، به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام می‌پردازند. شواهد نشان می‌دهند؛ مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورت معناداری کاهش می‌دهد.

آن و زنگ^۵ (۲۰۱۴)، در تحقیقی با عنوان "همزمانی قیمت سهام، شاخص سودآوری و سرمایه‌گذاران نهادی" به بررسی رابطه بین این سه عامل پرداختند. آن‌ها به طور خاص در ارتباط با رابطه بین دو عامل همزمانی قیمت سهام و ریسک ورشکستگی ناگهانی با مالکیت شرکت‌ها (سرمایه‌گذاران نهادی)، یک رابطه منفی برقرار کرده که با انگیزه بسیار قوی نشان از نگهداشت بالای افق‌های سرمایه‌گذاری طولانی مدت می‌باشد. در واقع رابطه مثبت میان سرمایه‌گذاران نهادی با دو عامل ریسک ورشکستگی ناگهانی و همزمانی قیمت سهام گذار بوده و بیشتر گرایش به انجام معامله بر مبنای نظارت خواهد بود. یافته‌های آن‌ها نشان داد که نظارت سرمایه‌گذاران نهادی در ارتباط با جریان‌های نقدی شرکت کنترل مدیران را محدود کرده و ریسک خاصی که در شرکت توسط مدیران ایجاد شده را جذب خود نموده و در نتیجه ریسک R2 را به سطح پایین‌تری کاهش می‌دهد. علاوه بر این نظارت سرمایه‌گذاران نهادی سبک و کم بوده و انباشتن اخبار بد مدیریتی، نتایج خودش را در ریسک ورشکستگی

قیمت سهام و نوسانات قیمت سهام و ریسک سیستماتیک و بازده درداخل (بورس اوراق بهادار تهران) و خارج پرداخته و اشاره شده است.

مردگی قشمی (۱۳۹۳)، در پژوهش خود تحت عنوان "بررسی رابطه بین تغییرات قیمت سهام و نسبت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین ده نسبت مالی و تغییرات قیمت سهام پرداخت. نسبت‌هایی که او برای بررسی روابط بالا منطبق بر پژوهش‌های قبلی انتخاب کرده است عبارتند از: نسبت جاری، نسبت آنی، نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت گردش موجودی کالا، نسبت گردش دارایی‌های ثابت، نسبت سود ناخالص به فروش، نسبت سود به فروش، نسبت سود هر سهم و نسبت قیمت به درآمد. نتایج این پژوهش نشان داد که بین نسبت‌های مالی و تغییرات قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. این پژوهش نشان داد که بین نسبت جاری، نسبت حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و قیمت هر سهم رابطه قوی‌تری وجود دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها، حاکی از آن است که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش عدم شفافیت در گزارشگری مالی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش، همچنین نشان می‌دهد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، اثر عدم شفافیت اطلاعات مالی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

مرادی و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و ۹۰ شرکت را از سال ۸۰-۸۷ بررسی نمودند.

۴- روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق مورد استفاده در این پژوهش از نوع تحقیقات توصیفی و همبستگی قرار دارد، از این رو که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق هستیم و همین طور به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می‌پردازیم. شیوه استدلال پژوهش، قیاسی- استقرایی می‌باشد. قیاسی به این دلیل که برای چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از مسیر کتاب‌خانه، مقالات و اینترنت استفاده شده است و استقرایی به دلیل آن‌که جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است. با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده از نمونه آماری تحقیق، فرضیه تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد. روش آزمون فرضیات در مطالعه حاضر روش داده‌های پانل^۶ می‌باشد که با بهره‌گیری از نرم‌افزارهای ۲۰ Spss، ۷ Eviews و ۱۶ Minitab انجام خواهد شد.

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۴ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴، جامعه آماری تحقیق می‌باشند. متغیرهای پژوهش، اطلاعات مورد نیاز در دسترس بجزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند. با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۸۹، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۷ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۴ از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد. در طول دوره مورد نظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد. به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، و در دوره

قیمت سهام نشان داده و هنگامی که اخبار بد انباشته شده باشد نهایتاً رها شده و باعث این ناهمسانی‌ها خواهد شد.

هانگ و چن (۲۰۰۱) به پیش‌بینی ریزش قیمت سهام توسط سه متغیر حجم معاملات، بازده‌های گذشته سهام و چولگی قیمت سهام پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش این طور بیان می‌شود که، چولگی منفی بازده روزانه سهام یا همان پدیده ریزش قیمت سهام در سهامی مشخص‌تر است که دو مورد زیر را تجربه کرده باشند: اول یک افزایش در حجم معاملات سهام نسبت به روند آن در طی شش ماه گذشته، دوم بازده‌هایی مثبت را در بیش از ۳۶ ماه قبل تجربه کرده باشند. پژوهشگر در این مقاله این طور نتیجه می‌گیرد که یافته اول این پژوهش مطابق است با مدل هانگ و استین که پیش‌بینی می‌نماید عدم تقارن‌های منفی در بازده سهام زمانی اتفاق می‌افتد که یک اختلاف نظر بزرگ بین عقاید سرمایه‌گذاران وجود دارد.

کالن و فانگ (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین سرمایه- گذاران نهادی و ریزش قیمت سهام شرکت پرداختند. این پژوهش دو دیدگاه مخالف از سرمایه گذاران نهادی را مورد آزمون قرار می‌دهد: دیدگاه نظارتی (مانیتورینگ) در مقابل سلب مالکیت. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که شواهد محکمی در مورد رابطه معکوس بین مالکان نهادی و ریزش قیمت سهام در آینده وجود دارد. این مسأله بدان دلیل است که، سرمایه‌گذاران نهادی از طریق نظارت بر مدیریت مانع از انباشته شدن اخبار بد در شرکت (یکی از مهمترین دلایل ریزش قیمت سهام) می‌شوند.

۳- فرضیه پژوهش

براساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش که در بالا به آن اشاره شد، فرضیه زیر تدوین شده است:
بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

$$r_{j,t} = a_j + B_{1j}r_{m,t-2} + B_{2j}r_{m,t-1} + B_{3j}r_{m,t} + B_{4j}r_{m,t+1} + B_{5j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{jt}$$

که در فرمول فوق $r_{j,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه

t می باشد و $r_{m,t}$ بازده بازار (بر اساس شاخص بازار) خواهد بود. در این فرمول به این دلیل در محاسبه y بازده چند ماه قبل و بعد استفاده شده است تا نشان دهیم که بازده یک سهم در یک دوره y خاص چگونه تغییر می کند، و روند بازده آن چگونه است. بنابراین چنانچه w (بازده خاص سهام) کمتر از $3/2$ برابر انحراف معیار نسبت به میانگین باشد، در آن صورت خواهیم گفت که آن شرکت دچار سقوط قیمت شده است. برای این منظور از متغیر مجازی صفر و یک برای تفکیک شرکت ها استفاده خواهد شد.

$SYNCH_{i,t}$: (همزمانی قیمت سهام) همزمانی قیمت سهام از تقابل دو متغیر نوسانات قیمت سهام و بازده سهام به دست می آید. همزمانی قیمت سهام زمانی اتفاق می افتد که نوسانات قیمت سهام بیشتر از نوسانات بازده سهام باشد.

برای محاسبه همزمانی قیمت سهام از مدل مورک و همکاران^۷ (۲۰۰۰) و جین و دی مایرس^۸ (۲۰۰۶) به صورت زیر استفاده خواهیم کرد.

$$r_{i,t} = a_j + B_1r_{m,t} + B_2r_{k,t} + \varepsilon_{jt}$$

از مدل فوق R^2 یعنی ضریب تعیین تعدیل شده مدل استخراج می شود و بر اساس فرمول زیر همزمانی قیمت سهام محاسبه می شود.

$$SYNCH_{i,t} = \ln\left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2}\right)$$

متغیرهای کنترلی

$NCSKEW_{i,t}$: (ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت)

مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند. براین اساس، تعداد ۱۰۹ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش پراتو و همکاران (۲۰۱۱) و متغیرهای تعدیل شده پژوهش، زنگ (۲۰۱۴) به صورت زیر برآورد شده است:

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SYNCH_{i,t} + \beta_2 NCSKEW_{i,t} + \beta_3 IO_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

با توجه به فرضیه پژوهش، متغیر وابسته این پژوهش متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه بندی می شود:

$CRASH_{i,t}$: (ریسک کاهش قیمت سهام) برابر است با مجموع اثرات متغیرهای تاثیرگذار بر نوسانات کاهش قیمت سهام که معمولاً از تقابل متغیرهای نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی ها، نسبت سود انباشته به کل دارایی ها، نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به کل بدهی ها و نرخ رشد قیمت سهام به دست می آید (بانسال و همکاران، ۲۰۰۹).

مطابق تحقیق هاتن (۲۰۰۹) "سقوط قیمتی ماهانه" را در یک سال مالی برای یک شرکت زمانی در نظر میگیریم که آن شرکت بازدهی ماهانه $3,2$ برابر انحراف معیار زیر میانگین بازده ماهانه خاص شرکت برای کل سال مالی را تجربه کند. (انحراف معیار به این دلیل انتخاب شده است که در تحقیقات قبلی (هاتن ۲۰۰۹، کیم و ژانگ ۲۰۱۰) از این مقدار استفاده شده است.)

بازده ماهانه خاص یک شرکت که با w نشان می دهیم برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده ای که از فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$w_{j,t} = \log(1 + \varepsilon_{j,t})$$

$LEV_{i,t}$: (نسبت اهرم مالی شرکت) نشان دهنده اهرم مالی شرکت می باشد که از تقسیم ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت به دست می آید. نحوه محاسبه نسبت دارایی های نقدی به صورت زیر می باشد (هوتن و همکاران، ۲۰۱۱).

$ROE_{i,t}$: (شاخص سود آوری) برابر است با نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام در پایان دوره به صورت زیر محاسبه می شود. (تحقیق هاتن و تهرانیان، ۲۰۰۹).

۶- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل پس از غربالگری و حذف داده‌های پرت در نگاره شماره ۱ ارائه شده است.

با توجه به نگاره (۱)، میانگین ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌های نمونه به ترتیب برابر با ۰/۶۲۲۴ بوده و کمترین و بیشترین مقدار آن برابر با ۰/۰۰۰۰ و ۱/۰۰۰۰ می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر که بایستی به ترتیب ۰ و ۳ باشد تا متغیر دارای توزیع نرمال باشد، نشان می‌دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. بر اساس آمار توصیفی ارائه شده در نگاره (۱)، میانگین همزمانی قیمت سهام شرکت‌های نمونه طی بازه زمانی تحقیق مثبت و به ترتیب برابر با ۰/۶۴۵۴ بوده است.

برای محاسبه سقوط قیمت سهام چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت است که از مدل زیر محاسبه می شود:

$$NCSKEW_i = -[n(n-1)^{3/2} \sum w_{jt}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum w_{jt}^2)^{3/2}]$$

که در آن N تعداد بازده ماهانه مشاهده شده برای شرکت در هر سال و $w_{j,t}$ بازده شرکت در سال t است.

$IO_{i,t}$: (نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی) برای بدست آوردن این متغیر تعداد سهام شرکت که در اختیار دولت، بیمه ها، صندوق های بازنشستگی و بنیادها و بانک ها می باشد مورد محاسبه قرار می گیرد و از تقسیم آن بر روی کل سهام منتشر شده شرکت نسبت مالکیت سرمایه گذاران نهادی به دست می‌آید (کامپرس و همکاران، ۲۰۰۳).

$MTB_{i,t}$: (فرصت‌های رشد) برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در پایان سال مالی، که فرمول محاسبه آن به صورت زیر می باشد (فرنس و همکاران، ۲۰۰۸).

$Size_{i,t}$: (اندازه شرکت) برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی (ونگ و همکاران، ۲۰۰۹).

نگاره شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
ریسک کاهش قیمت سهام	۶۵۴	۰/۶۲۲۴	۰/۱۹۹۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	-۰/۴۲۱	۰/۱۷۰
همزمانی قیمت سهام	۶۵۴	۰/۶۴۵۴	۰/۱۵۸۸	۰/۱۵۴۷	۱/۲۶۱۷	-۰/۴۷۰	۰/۳۱۵
ضریب منفی چولگی بازده سهام	۶۵۴	۰/۷۶۸۹	۰/۰۴۳۳	۰/۶۷۹۱	۰/۹۰۲۵	۰/۴۴۵	۰/۱۲۴
نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی	۶۵۴	۰/۵۵۱۷	۰/۲۲۸۸	۰/۰۷۶۳	۲/۶۵۹۲	۱/۷۹۱	۱۳/۴۰۱
فرصت‌های رشد	۶۵۴	۰/۳۹۷۲	۰/۱۷۶۵	-۱/۲۲۸۰	۰/۷۲۶۱	-۲/۰۶۴	۱۲/۳۶۵
اندازه شرکت	۶۵۴	۵/۸۵۴۸	۰/۶۰۴۰	۴/۶۵۶۸	۷/۹۸۸۹	۰/۷۳۴	۰/۶۶۴
اهرم مالی	۶۵۴	۰/۱۴۵۳	۰/۵۱۷۶	۰/۰۰۰۰	۶/۴۶۸۱	۷/۷۲۵	۷۲/۴۲۸
شاخص سود آوری	۶۵۴	۰/۱۴۶۷	۰/۱۳۶۷	۰/۰۰۰۱	۰/۹۴۶۲	۱/۷۴۵	۴/۵۶۲

نگاره شماره ۳- نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

سطح اهمیت (Sig)	آماره (K-S) (S)	تعداد (N)	متغیر
۰/۷۹۲	۰/۶۵۰	۶۵۴	ریسک کاهش قیمت سهام

با توجه به نگاره (۳) از آن جایی که بعد از نرمال سازی داده‌ها سطح اهمیت آماره کولموگروف-اسمیرنوف برای متغیر وابسته بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۷۹۲)، بنابراین فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیان‌گر این است که متغیر ریسک کاهش قیمت سهام بعد از فرآیند نرمال سازی، دارای توزیع نرمال می‌باشند.

برای آزمون مدل‌های ابتدا از آزمون چاو استفاده شد تا مشخص گردد که آیا از روش پانل باید استفاده کرد یا روش ترکیبی و در ادامه از آزمون هاسمن برای استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد. در نهایت برآزش مدل ارائه و نتایج حاصل از مفروضات رگرسیون کلاسیک برای مدل‌های تحقیق بیان گردید. نتایج تحقیق در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نگاره شماره ۴- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۵۴	F	۲/۷۱۰۴	(۱۰۸،۵۳۸)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۵۴	χ^2	۶/۸۷۰۰	۷	۰/۰۴۲۵

با توجه به نتایج آزمون چاو و احتمال آماره آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و احتمال آماره آن (۰/۰۴۲۵) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان

هم‌چنین میانگین مثبت ضریب منفی چولگی بازده سهام، نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی، فرصت‌های رشد و اندازه شرکت به ترتیب برابر با ۰/۷۶۸۹، ۰/۵۵۱۷، ۰/۳۹۷۲ و ۵/۸۵۴۸ بوده است. و در نهایت میانگین اهرم مالی و شاخص سود آوری که بر مبنای حداقل و حداکثری بوده، به ترتیب برابر با ۰/۱۴۵۳ و ۰/۱۴۶۷ می‌باشد.

آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق در این مطالعه موضوع آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق از طریق آماره کولموگروف-اسمیرنوف^۹ مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در نگاره شماره (۲) نتایج آزمون برای متغیر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌های نمونه ارائه شده است.

نگاره شماره ۲- نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

سطح اهمیت (Sig)	آماره (K-S)	تعداد (N)	متغیر
۰/۰۰۱	۱/۶۲۲	۶۵۴	ریسک کاهش قیمت سهام

با توجه به این که برای متغیر ریسک کاهش قیمت سهام سطح اهمیت آماره کولموگروف-اسمیرنوف کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که متغیر ریسک کاهش قیمت سهام از توزیع نرمال برخوردار نمی‌باشند.

از آنجایی که نرمال بودن متغیر وابسته، شرط لازم برای مدل‌های رگرسیون است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها این متغیر نرمال سازی شود. در این پژوهش برای نرمال سازی داده‌ها از تابع انتقال جانسون^{۱۰} بهره گرفته شده و توسط نرم افزار ۱۶ Minitab مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است. نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن بعد از فرآیند نرمال سازی داده‌ها به شرح نگاره (۳) می‌باشد.

برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از این آزمون استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با $2/43$ بوده و از آن جایی که مابین $1/5$ و $2/5$ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در نگاره شماره (۵) ارائه شده است. با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به‌صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نگاره شماره (۶) نتایج آزمون فرضیات پژوهش ارائه شده است.

۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. آزمون جارکو- برا : برای آزمون نرمال بودن جملات خطا استفاده شده است. نتایج آزمون حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به‌طوری که احتمال مربوط به این آزمون ($0/0742$) بزرگ‌تر از $0/05$ می‌باشد. آزمون برش پاگان : برای بررسی همسانی واریانس‌ها از این آزمون استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از $0/05$ می‌باشد ($0/0285$)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. آزمون دوربین واتسون :

نگاره شماره ۵- نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D	P-Value	F	P-Value	χ^2
0/1662	1/7992	2/43	0/0258	1/6230	0/0742	1/8266

نگاره شماره ۶- نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: ریسک کاهش قیمت سهام				
تعداد مشاهدات: ۱۰۹ شرکت در طول ۶ سال (در مجموع ۶۵۴ مشاهده شرکت-سال)				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
بی معنی	0/3827	0/8736	0/4356	جزء ثابت
مثبت	0/0385	1/8256	0/0897	همزمانی قیمت سهام
مثبت	0/0012	3/2555	2/8394	ضریب منفی چولگی بازده سهام
منفی	0/0348	-2/1155	-0/0580	نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی
بی معنی	0/3474	0/9404	0/0373	فرصت‌های رشد
منفی	0/0000	-6/3976	-0/3531	اندازه شرکت
بی معنی	0/3189	0/9976	0/0138	اهرم مالی
مثبت	0/0002	3/7848	0/1919	شاخص سود آوری
0/6951	ضریب تعیین مدل			
3/0558	آماره F			
(0/0000)	(P-Value)			

بطور کلی یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین ضریب منفی چولگی بازده سهام و شاخص سودآوری و همچنین رابطه معکوس (منفی) بین نسبت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی و اندازه شرکت و نیز بی‌معنا بودن رابطه فرصت‌های رشد و اهرم مالی با متغیر ریسک کاهش قیمت سهام می‌باشد، بطورکلی، نتایج نشان می‌دهد که همزمانی قیمت سهام، عامل تاثیرگذاری بر ریسک کاهش قیمت سهام است.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

با توجه به کلیه مطالب مطرح شده در بالا این سوال اصلی مطرح شد که همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام تاثیرگذار است یا نه؟ بنابراین با طرح این سوال اصلی، زمینه برای انجام کار تحقیقی در این زمینه مهیا گشت و فرضیه تحقیق تدوین گردید، با توجه نتایج از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر همزمانی قیمت سهام کوچک‌تر از 0.05 می‌باشد (0.0385)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام در سطح اطمینان 95 درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95 درصد می‌توان گفت بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام (0.0897) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها نیز به میزان 0.0897 واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتیجه حاصل از فرضیه، نظر وجود ارتباط معنی‌دار

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار 7 Eviews به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{aligned} CRASH_{i,t} = & 0.4356 + 0.0897SYNCH_{i,t} \\ & + 2.8394NCSKEW_{i,t} - 0.0580IO_{i,t} \\ & + 0.0373MTB_{i,t} - 0.3531SIZE_{i,t} \\ & + 0.0138LEV_{i,t} + 0.1919ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از 0.05 کوچک‌تر می‌باشد (0.0000) با اطمینان 95% معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که $69/51$ درصد از ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره (۶) از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر همزمانی قیمت سهام کوچک‌تر از 0.05 می‌باشد (0.0385)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام در سطح اطمینان 95 درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95 درصد می‌توان گفت بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام (0.0897) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها نیز به میزان 0.0897 واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

- ✓ بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی شناسایی رابطه بین اثرگذاری همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها.
- ✓ انجام تحقیق دیگری با در نظر گرفتن همزمانی قیمت سهام ناشی از مسائل سیاسی و تاثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت‌ها.
- ✓ با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در ارتباط با رابطه بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام و تاثیرگذاری آن بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها انجام شود.
- ✓ رابطه متغیر مستقل و وابسته با پژوهش ارکنس و همکاران (۲۰۱۲)، کیم و همکاران (۲۰۱۱) و فریرا و لاکس (۲۰۰۷)، مطابقت دارد، ولی از نظر نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با نتایج پژوهش پیتروسکی و رول استون (۲۰۰۴) مرتبط و با پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۰۱) و مورک و همکاران (۲۰۰۰) در تضاد است.
- پیشنهادهای پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌گردد:
- ✓ سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص ریسک کاهش قیمت سهام برای سهامداران منتشر نماید.
- ✓ توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها.
- ✓ از آن جهت که افزایش میزان و سطح همزمانی قیمت سهام می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام بسیار راه‌گشا خواهد بود.
- ✓ بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت ریسک کاهش قیمت سهام و عوامل تاثیرگذار بر آن و همزمانی قیمت سهام شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند.
- ✓ مطالعه تاثیر نوع صنعت بر روی روابط بین همزمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها.
- ✓ استفاده از سایر متغیرهای ارزیابی کنترلی مانند محدودیت‌های مالی و شاخص صنعت، در بررسی رابطه بین اثرگذاری همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها.

فهرست منابع

- * ایزدی نیا، رحیمی دستجردی؛ محسن. (۱۳۸۸).
تأثیر ساختار سرمایه بر بازده سهام و درآمدهای هر سهم. تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره ۳.
- * آذر، عادل؛ مؤمنی، منصور. (۱۳۷۷). آمار و کاربرد آن در مدیریت. تهران: انتشارات سمت.
- * باباجانی، جعفر؛ عظیمی یانچشمه، مجید (۱۳۹۱)،
"اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام"،
پژوهش‌های حسابداری مالی تابستان؛ ۲(۴)
(۱۲): ۸۳-۱۰۰.
- * بازرگان، عباس؛ سرمد، زهره؛ حجازی، الهه. (۱۳۸۹).
روش‌های تحقیق در علوم رفتاری. تهران: انتشارات آگاه.
- * حقیقت، حمید؛ معتمد، محمد (۱۳۹۰)، " بررسی رابطه بین نوسان پذیری و قابلیت پیش بینی سود"، پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز) پاییز و زمستان؛ ۳(۲) (پیاپی ۶۱/۳): ۶۵-۸۷.
- * دلاور، علی. (۱۳۸۴). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی. تهران: انتشارات رشد.
- * زینالی، مهدی، محمدشیلان، جمال، (۱۳۹۰)،
"بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده

- پایانامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک،
- * جعفری صمیمی، احمد. محمود یحیی‌زاده فر و رحیم امین‌زاده، (۱۳۸۴)، بررسی رابطه بین اندازه پورتفوی و ریسک غیر سیستماتیک سهام عادی در ایران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۶۹، صص ۲۳۹-۲۶۰
- * رحیمی، علی (۱۳۷۴). رابطه بین بازده سهام عادی و ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- * سلیمی، محمد جواد. (۱۳۸۳)، شناسایی متغیرهای حسابداری تأثیرگذار بر بازده سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی
- * فاطمی، محبوبه (۱۳۸۵). پیش بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مالی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- * نادری، عزت‌الله و سیف نراقی، مریم (۱۳۷۳). روش‌های تحقیق و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی با تأکید بر علوم تربیتی، چاپ ششم، تهران: دفتر تحقیقات و انتشارات بدر.
- * محسن تنانی، علیرضا صدیقی، عباس امیری زمستان ۱۳۹۴. بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- * Achelis, Steven. (2000). "Technical Analysis from A to Z, McGraw-Hill Trade", 2nd Edition.
- * AdarmolaAnthony Olugbenga, «Exchange Rate Volatility and Stock Market Behaviour: The Nigerian Experience», Research Journal of Finance and Accounting, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol 3, No 3, 2012.
- * Antoniou, Antonio's., Gunny, and Paudyal (2002), "Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European
- در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت دارو)"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)؛ ۴(۹):۴۳-۶۰.
- * قالیباف اصل، حسن (۱۳۸۴)، مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها، چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش.
- * قائمی، محمدحسین. (۱۳۸۷). بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه دکتری حسابداری: دانشگاه تهران.
- * مدرس، احمد و فرهاد عبدالله زاده (۱۳۷۸)، مدیریت مالی (جلد دوم)، چاپ اول، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- * مدرس، احمد؛ عبدالله‌زاده، فرهاد (۱۳۷۸)؛ "مدیریت مالی"، نشر بازرگان، تهران.
- * حقیقت، حمید؛ معتمد، محمد (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین نوسان پذیری و قابلیت پیش بینی سود"، پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز) پاییز و زمستان؛ ۳(۲) (پیاپی ۶۱۳):۶۵-۸۷.
- * فخاری، حسین؛ طاهری عصمت، السادات (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی زمستان؛ ۲(۴):۱۵۹-۱۷۲.
- * جهانخانی، ع. و حسین عبد تبریزی، ۱۳۸۳، "نظریه بازار سرمایه"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره چارلزپی، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش ۱۳۸۸، "مدیریت سرمایه‌گذاری"، انتشارات نگاه دانش، چاپ پنجم.
- * شارپ بایلی، ا. ترجمه علی جعفری، ۱۳۸۷، "اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار"، چاپ اول، انتشارات کیومرث
- * مختاری کجوری، د. ۱۳۸۶، "بررسی تحلیلی ارتباط بین نسبت‌های مالی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"،

- Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, issue 14 .
- * Lee.Bong.s.Wei li. Wang.S.(2010). The dynamic of individual and institutional trading on the Shanghai stock exchange. *Pacific Basic Finance Journal*.no.18.pp.116-137.
 - * Antell, J., Vaihekoski, M., 2012. Pricing currency risk in the stock market: evidence from Finland and Sweden 1970–2009. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 22, 120–136.
 - * Bartram, S.M., 2007. Corporate cash flow and stock price exposures to foreign exchange rate risk. *Journal of Corporate Finance* 13, 981–994.
 - * Bartram, S.M., 2008. What lies beneath: foreign exchange rate exposure, hedging and cash flows. *Journal of Banking and Finance* 32, 1508–1521.
 - * Bartram, S.M., Bodnar, G.M., 2005. The Foreign Exchange Exposure Puzzle. Working paper, John Hopkins University and Lancaster University.
 - * Bartram, S.M., Brown, G.W., Minton, B., 2010. Resolving the exposure puzzle: the many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics* 95, 148–173.
 - * Bodnar, G.M., Wong, M.H.F., 2003. Estimating exchange rate exposures: issues in model structure. *Financial Management* 32, 35–67.
 - * Chan, L.K.C., Karceski, J., Lakonishok, J., 1999. On portfolio optimization: forecasting covariances and choosing the risk model. *The Review of Financial Studies* 12, 937–974.
 - * Doidge, C., Griffin, J., Williamson, R., 2006. Does exchange rate exposure matter? *Journal of Empirical Finance* 13, 550–576.
 - * Du, D., Hu, O., 2012. Exchange rate risk in the US stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 22, 137–150.
 - * Dumas, B., 1978. The theory of the trading firm revisited. *Journal of Finance* 33, 1019–1029.
 - * Fama, E.F., French, K.R., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3–56.
 - * Fama, E.F., French, K.R., 2011. Size, Value, and Momentum in International Stock Countries”, social science research network, from: www.ssm.com/abstract=285001
 - * Bradley, M., G.Jarell, H.Kim (1984), “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Teory and Evidence” *Journal of Finance* 3.857-878
 - * Chau-Chen Yanga, Cheng-few Leeb, Yan-Xiang Guc, Yen-Wen Lee, (2010), “Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach An empirical test of Taiwan stock markets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50 (2010) 222–233.
 - * Chen, G.M., Firth, M. Rui O.M (2001)*The Dynamic Relation Between Stock Returns, Trading Volume and Volatility; The Financial Review*,No. pp38. 153-174.
 - * Dimitris Margaritis & Maria Psillaki, (2010), “Capital structure, equity ownership and firm performance”, *Journal of Banking & Finance* 34, 621–632.
 - * Ding Du et al., 2012, «Foreign Exchange Volatility and Stock Returns», Working Paper Series—12-05, 2012, northern Arizona university, the W.A. Franke College of Business.
 - * Engle, R. & Granger, C. (2000) *Long-Run Economic Relationships; Oxford Univ. Press, New York.*
 - * Fama E.F., and K.R. French (2004). "Financing Decisions: Who Issues Stock", *Journal of Financial Economics*, 76 (3).
 - * Frank, Marrayz, Goyal (2003), "Capital Structure Decisions", Social science research network, from: www.ssm.com/abstract=273006
 - * Richardson, scott a., sloan (2003), *External Financing and Future Stock Returns, The Rodeneyl. White Center for Financial research,* from: www.ssm.com/abstract=285008
 - * Seong-Min Yoon, et al., 2011, «Dynamic relationship between exchange rate and stock price: evidence from Korea», JEL Classification: C32, C58, F31, G11.
 - * Sichong Chen, (2011),”Capital ratios and the cross-section of bank stock returns: Evidence from Japan”, *Journal of Asian Economics* 22 (2011) 99–114.
 - * Zafar., N. Urooj, S.F.,Durrani, T.K.,(2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, issue 14 .
 - * Zafar., N. Urooj, S.F.,Durrani, T.K.,(2008).

- Financ. Econ. 83, 751–792.
- * French, K.R., 2008. Presidential address: The cost of active investing. *J. Financ.* 63, 1537–1573.
 - * Ferreira, M.A., Laux, P.A., 2007. Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *J. Finance* 62, 951–989.
 - * Erkens, D.H., Hung, M., Matos, P., 2012. Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. *J. Corp. Financ.* 18, 389–411.
 - * Chen, Q., Goldstein, I., Wei, J., 2007a. Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Rev. Financ. Stud.* 20, 619–650.
 - * Chen, J., Hong, H., Stein, J.C., 2001. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *J. Financ. Econ.* 61, 345–381.
 - * Bogle, J.C., 2009. The fiduciary principle: no man can serve two masters. *J. Portfolio Manage.* 36, 15–25.
 - * Baik, B., Kang, J.-K., Kim, J.-M., 2010. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. *J. Financ. Econ.* 97, 81–106.
 - * Hong, H., Stein, J.C., (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints and Market Crashes. *Review of*
 - >Returns. Chicago Booth Research Paper No. 11–10.
 - * Jorion, P., 1991. The pricing of exchange rate risk in the stock market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (3), 363–376.
 - * Kolari, J., Moorman, T., Sorescu, S.M., 2008. Foreign exchange risk and the cross-section of stock returns. *Journal of International Money and Finance* 27, 1074–1097.
 - * Lintner, J., 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics* 47, 13–37.
 - * Sharpe, W.F., 1964. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19, 425–442.
 - * Piotroski, J.D., Roulstone, B.T., 2004. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific.
 - * Morck, R., Yeung, B., Yu, W., 2000. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movement? *J. Financ. Econ.*
 - * Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., 2011b. CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. *J. Financ. Econ.* 101, 713–730.
 - * Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., 2011a. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *J. Financ. Econ.* 100, 639–662.
 - * Jin, L., Myers, S.C., 2006. R2 around the world: new theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79, 257–292.
 - * information into stock prices. *Account. Rev.* 1119–1151.
 - * Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *J. Financ. Econ.* 94, 67–86.
 - * Haggard, K.S., Martin, X., Pereira, R., 2008. Does voluntary disclosure improve stock price informativeness? *Financ. Manag.* 37, 747–768.
 - * Gompers, P.A., Metrick, A., 2001. Institutional investors and equity prices. *Q. J. Econ.* 116, 229–259.
 - * Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Q. J. Econ.* 118, 107–156.
 - * Gaspar, J.M., Massa, M., 2007. Local ownership as private information: evidence on the monitoring-liquidity trade-off. *J.*

یادداشت‌ها

- ¹ Hong & Stein
- ² Standard and Poors 500
- ³ Black & Cherie
- ⁴ Blanchard & Watson
- ⁵ An and Zhang
- ⁶ Panel Data
- ⁷ Morck et al
- ⁸ Jin and Myers
- ⁹ Kolmogorov-Smirnov
- ¹⁰ Johnson Transformation

