

تجزیه و تحلیل تأثیر نقدشوندگی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران با روش PANEL2SLS

محمدندیری^a، سید حسن مسعودی علوی^b، آذر پاشاپور^c

^aاستادیار، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران
^bدانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران
^cدانش آموخته کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران

نویسنده مسئول: محمد ندیری

چکیده: در این پژوهش، تأثیر نقدشوندگی بر ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل پنل 2SLS استفاده شده است. بدین منظور ۶۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ به عنوان نمونه انتخاب گردید. یافته‌ها نشان می‌دهد که از بین شاخص‌های نقدشوندگی تنها معاملات حجم صفر بر ریسک سقوط سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد، در حالیکه شاخص‌های گردش مالی معاملات سهام و معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری بر ریسک سقوط قیمت سهام ندارند. همچنین نتایج به دست آمده نشان داد که اندازه شرکت بر ارتباط بین شاخص‌های نقدشوندگی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد.

کلمات کلیدی: نقدشوندگی؛ ریسک سقوط قیمت سهام؛ شرکت‌های بزرگ و کوچک.

۱. مقدمه

بررسی عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها از موضوعات مهم مورد بحث در سال‌های اخیر بوده است. در این مقاله، رابطه علی بین نقدشوندگی سهام و سقوط قیمت‌های سهام بررسی می‌شود. با توجه به اینکه نقدشوندگی نقشی اساسی در بازارهای سهام دارد و می‌تواند به طور موثری تحت تأثیر سیاست‌گذاران و بنگاه‌های اقتصادی خاص قرار گیرد، بررسی تجربی اینکه آیا نقدشوندگی، خطر سقوط قیمت یک شرکت را تغییر می‌دهد یا نه، از اهمیت زیادی برخوردار است [24]. مطالعات مختلف نشان داده است که درجه بالای نقدشوندگی یک منبع حیاتی برای بازارهای مالی به ویژه برای بازارهای سهام است. نقدشوندگی می‌تواند هزینه شرکت‌ها را کاهش دهد [5] یا اطلاعات در دسترس در خصوص قیمت سهام شرکت‌ها را افزایش دهد [18] و منجر به افزایش ارزش شرکت شود [11]. مطالعات صورت گرفته نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام می‌تواند ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهد [6][24]. در این تحقیق رابطه بین نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و ریسک سقوط آنها بررسی می‌شود و در واقع به دو سوال پاسخ داده می‌شود اول اینکه آیا نقدشوندگی سهام می‌تواند ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهد؟ دوم اینکه تأثیر نقدشوندگی بر ریسک سقوط سهام در شرکت‌های بزرگ و کوچک چگونه است؟

۲. مبانی نظری

۱.۲. نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از مفاهیم اساسی در مالی است که به طور وسیع در مورد آن بحث می‌شود و به عنوان زمان و هزینه مرتبط با نقد کردن (یا خرید) مقدار معینی اوراق بهادار مالی تعریف می‌شوند. بنابراین نقدشوندگی به دو بعد زمان و هزینه ای وابسته به تبدیل موقعیت معینی به پول نقد و بالعکس اشاره دارد [۵]. نقدشوندگی مفهومی است که سهولت تسویه‌پذیری و تبدیل یک دارایی به پول نقد را بیان می‌کند [۱۵]. قابلیت نقد شونده یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چقدر سهمی را بتوان سریع تر و با هزینه کمتری به فروش رساند، می‌توان گفت که آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. اوراق بهاداری که به صورت روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می‌شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نهایت ریسک کم تری دارند. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش گذاری دارایی‌ها حایز اهمیت است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن شود. پس همواره یکی از دغدغه‌های ذهنی سرمایه‌گذاران عدم نقدشوندگی اوراق بهاداری است که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌باشد [۲].

به نظر گوینکو، هولدن و ترزچینکا [۱۲] نقدشوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد، اگر با انجام حجم کوچکی معامله دارایی، قیمت به نسبت، زیاد تغییر کند در اینصورت اصطلاحاً گفته می‌شوند بازار دارای ریسک نقدشوندگی است. شواهد نشان می‌دهد که نقدشوندگی، توانایی بازار با هزینه‌های نقدشوندگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی برای نگهداری سهام‌های با قدرت نقدشوندگی کمتر، نیازمند صرف ریسک بالاتری هستند. بنابراین بازده تعدیل شده با ریسک نقدشوندگی سهام‌های نقدشونده تر نسبت به سهام‌های کمتر نقدشونده، از بازده تعدیل شده با ریسک کمتری برخوردارند [۷]. آمیهود و مندلسون [۳] آبتکن و کامرتن [۴] همگی بر این موضوع اتفاق نظر دارند که هزینه‌های نقدشوندگی از سه مولفه هزینه‌های مستقیم معاملاتی، هزینه تأخیر به خاطر عدم معامله فوری و اثر قیمتی تشکیل شده است. هزینه‌های مستقیم یا آشکار شامل حق الزحمه مبادله، کارمزد یا کمیسیون دلالان و مالیات بر معامله می‌باشد. اثر قیمت تفاضل بین قیمتی که با آن معامله انجام گرفته و متوسط بوده که در واقع هزینه‌های نقدشوندگی قیمت معامله فوری است. هزینه‌های مستقیم معاملاتی: حق الزحمه مبادله، حق العمل (کمیسیون) و مالیات بر معاملات، به آنها هزینه‌های آشکار معامله گفته می‌شوند. چرا که آنها از پیش مشخص و تابع زمان نیستند، یعنی قطعی می‌باشند [۲۱]. به عقیده اکبو و رلی [۹] دارایی‌های نقدشونده با هزینه‌های مستقیم معاملاتی پائین تر از قبیل کمیسیون، شکاف عرضه و تقاضا و با حداقل تأخیر در انجام معامله و با تأثیرپذیری از معامله داد و ستد می‌شوند [۹].

۲.۲. سقوط قیمت سهام

ریسک سقوط سهام یک عنصر حیاتی در بازده سهام برای سرمایه‌گذاران است چراکه برخلاف ریسک‌هایی که از نوسانات سیستماتیک ناشی می‌گردند، با تنوع‌بخشی نمی‌توان آن را کاهش داد. طبق تعریف هاتون و همکاران [۱۷] و کیم و ژانگ [۱۹] اگر قیمت سهم شرکتی در سال تحت بررسی دچار کاهش شدید شده باشد، قیمت سهم آن شرکت در آن سال سقوط کرده است. نظریه زیربنایی برای ریسک سقوط سهام را نظریه اندوخته کردن اخبار بد می‌دانند. این نظریه بیان می‌کند که انگیزه‌های مدیریتی برای محدود کردن و جلوگیری از انتشار اخبار بد در یک دوره طولانی احتمال ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد. وقتی انباشتگی اخبار بد به یک آستانه و سرحد می‌رسد، به یکباره برای بازار آشکار می‌گردد و منجر به یک افت بزرگ در قیمت سهام می‌گردد [۱] [۱۴]. سقوط (ریزش) قیمت سهام یا چولگی منفی بازده سهام، پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام شرکت دچار تعدیل شدید، منفی و ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری ریزش قیمت سهام به عنوان تجدید نظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام شرکت‌ها شناخته می‌شود [۱۷]. سرمایه‌گذاران همواره به ارزیابی بازده مورد انتظار و ریسک مرتبط با سهام مختلف می‌پردازند تا بتوانند برای ایجاد پرتفویی مناسب تصمیم‌گیری نمایند؛ در این میان سقوط قیمت سهام یکی از مهمترین نگرانی‌های سرمایه‌گذاران است. مطالعات انجام شده نیز نشان داده است که سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را بر حسب احتمال وقوع زیان شدید به عنوان منبع اصلی ریسک سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی می‌نمایند [۲۳].

۳.۲. نقدشوندگی و ریسک سقوط سهام

نقدشوندگی سهام از دو طریق منجر به کاهش ریسک سقوط سهام می‌شود. اول اینکه، معامله‌گران استراتژیک اطلاعات مربوط به اصول بنیادین شرکت را جمع‌آوری می‌کنند و از این اطلاعات در معاملاتشان استفاده می‌کنند. در این فرآیند، نقدشوندگی سهام به معامله‌گران استراتژیک کمک می‌کند تا سهام اضافی را با هزینه معاملات کمتری خریداری کنند و در نتیجه منجر به شکل‌گیری معاملات بلوکی می‌شوند [۱۰]. متعاقباً، سهامداران بر مدیران نظارت می‌کنند و از افزایش قیمت ناشی از مداخلات فعال آنها منفعت می‌برند [۲۲]. همچنین، اگر حقوق مدیران نسبت به قیمت سهام حساس باشد، دارندگان سهام‌های بلوکی می‌توانند با فروش سهام خود، مدیر را تحت فشار قرار دهند و قیمت‌های سهام را کاهش

دهند. این امر منجر به کاهش میزان حقوق مدیران می‌شود که از سهام به دست می‌آید. مسیر دوم که نقدشوندگی بیشتر سهام می‌تواند ریسک سقوط را کاهش دهد، اطلاع‌رسانی قیمت سهام است. این استدلال در مطالعات گروسمن و استیگلیتز [۱۳] و ایزلی و اوهارا [۸] بیان شده است. بر اساس این مطالعات معامله‌گران مطلعی در بازار وجود دارند که این معامله‌گران در خصوص میزان مطلوب معاملات خود بر اساس سطح نقدشوندگی سهام تصمیم می‌گیرند زیرا نقدینگی بیشتر باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی می‌شود. در نتیجه سهم‌های دارای نقدشوندگی بالا، توسط معامله‌گران آگاه معامله بیشتر می‌شود که منجر به افزایش اطلاعات قیمتی سهام می‌شود. محققان فرض می‌کنند که با اطلاع‌رسانی بیشتر قیمت سهام، مدیران با تأخیر در انتشار اخبار بد با محدودیت در دستکاری قیمت سهام روبرو می‌شوند که این امر منجر به کاهش خطر سقوط می‌شود [۶].

۳. فرضیات تحقیق:

با توجه به مباحث مطرح شده دو فرضیه در این تحقیق بررسی خواهد شد:

فرضیه اول: بین نقدشوندگی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: تأثیر نقدشوندگی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک تفاوت معناداری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

۱.۴. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری موردنظر پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هست که شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از دو ماه نداشته‌اند و قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس تهران پذیرفته شده‌اند و سال مالی آنها منتهی به اسفند ماه است که با توجه به حذف سیستماتیک در نهایت ۶۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

۲.۴. روش تحقیق

در این پژوهش با مشکل همزمانی ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی مواجه هستیم که باعث ایجاد ابهام در جهت علیت می‌شود. به عبارت دیگر نقدشوندگی بر ریسک سقوط اثر می‌گذارد اما می‌تواند به وسیله ریسک سقوط اثر گذاشته شود. برای حل این مشکل ما از روش حداقل مربعات معمولی 2SLS به صورت پنل دیتا استفاده می‌شود.

۳.۴. مدل پژوهش:

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اول:

$$1. NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{it} + \beta_2 ZDV_{it} + \beta_3 Amihud_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 RET_{it} + \beta_6 STD_{it} + \beta_7 P/B_{it} + \beta_8 DTURN_{it} + \varepsilon$$

برای آزمون فرضیه دوم شرکت‌ها را بر مبنای اندازه شرکت به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک تقسیم‌بندی می‌کنیم و مدل‌های زیر یک‌بار برای شرکت‌های بزرگ و یک‌بار برای شرکت‌های کوچک تخمین زده و با همدیگر مقایسه می‌کنیم.

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم:

$$2. NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{it} + \beta_2 ZDV_{it} + \beta_3 Amihud_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 RET_{it} + \beta_6 STD_{it} + \beta_7 P/B_{it} + \beta_8 DTURN_{it} + \varepsilon$$

۴.۴. متغیرهای پژوهش

شاخص نقدشوندگی:

در این تحقیق از سه شاخص عدم نقدشوندگی آمیهد، نسبت بازده‌های صفر و نسبت گردش معاملات به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده خواهد شد.

معیار عدم نقدشوندگی آمیهد:

عدم نقدشوندگی آمیهد معیار کاربردی است، که از آن برای محاسبه عدم نقدشوندگی استفاده می‌گردد. این شاخص حجم معامله و تعداد روزهای معاملاتی سهام را در نظر می‌گیرد. عدم نقدشوندگی آمیهد در سال ۲۰۰۲ توسط آمیهد معرفی گردید و توسط رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$ILLIQ_t^i = \frac{1}{Days_t^i} \sum_{d=1}^{Days_t^i} \frac{|R_{td}^i|}{V_{td}^i}$$

در این مدل R_{td}^i و بازده سهام i در روز d در سال y و V_{td}^i نیز حجم ریالی معاملات در همان روز می‌باشد.

نسبت بازده‌های صفر (ZRP):

این معیار نخستین بار در سال ۲۰۰۵ معرفی گردید. با این استدلال که اگر ارزش سیگنال اطلاعاتی یک سهم بیش از ارزش معاملاتی آن نباشد، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند معامله‌ای انجام ندهند و لذا بازده صفر ایجاد می‌شود. نسبت بازده صفر هر سهم در زمانی که از فرمول زیر محاسبه می‌شود، به نوعی تخمینی از هزینه مبادلاتی سهم می‌باشد:

$$ZR_{i,t} = \frac{N_{i,t}}{T_t}$$

که در آن T تعداد روزهای معاملاتی در ماه و N تعداد روزهای معاملاتی که در آن‌ها برای سهم i در ماه t بازده صفر بدست آمده، می‌باشد. این معیار یکی از معیارهای رایج عدم نقدشوندگی سهام است [۲۰].

نسبت گردش معاملات

از تقسیم تعداد سهام معامله شده بر تعداد سهام موجود بدست می‌آید. چون که این نسبت با شکاف قیمت عرضه و تقاضا رابطه معکوس دارد در بسیاری از پژوهش‌ها از آن به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده می‌شوند. بالا بودن این نسبت بیانگر میزان روانی معاملاتی است و می‌تواند نشان دهنده نقد شوندگی بالاتر سهام باشد:

$$TV_{i,d,t} = \frac{VO_{i,d,t}}{NSH_{i,d,t}}$$

که در آن VO حجم معاملات روزانه سهام و NSH تعداد سهام در جریان می‌باشد [۲۰].

¹ Zero return proposition

جدول (۱): متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد انگلیسی	نحوه محاسبه
معیار عدم نقد شوندگی آمیهود	Amihud	نسبت بازده خالص روزانه سهام به حجم معاملات روزانه
گردش مالی معاملات سهام	TURN	نسبت تعداد سهام معامله شده در هر روز به تعداد کل سهام نزد سهامداران در طی یک سال
معاملات حجم صفر سهام	ZDV	تعداد روزهایی که سهام حجم صفر معامله را تجربه می‌کند
چولگی منفی بازده سهام	NCSKEW	$(p_{90}-p_{10}) - 2 * \text{median} / (p_{90}-p_{10})$
میانگین موزون بازدهی ماهانه سهام	Ret	$RET_{i,t} = \sum_{\theta=1}^{\theta=12} \frac{r_{i,t}}{N}$
انحراف معیار بازده سهام	STD	$STD_{i,t} = \left(\sum_{\theta=1}^{\theta=12} \frac{(r_{i,t} - RET_{i,t})^2}{N} \right)^{1/2}$
نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام	P/B	تقسیم قیمت سهام به ارزش دفتری آن
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام (لگاریتم قیمت پایانی سهام ضربدر تعداد سهام)

۵. یافته‌های تحقیق

۱.۵. آمار توصیفی پژوهش

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای وابسته و مستقل

نام متغیر	چولگی منفی بازده سهام	گردش مالی معاملات سهام	معاملات حجم صفر سهام	معیار عدم نقد شوندگی آمیهود	میانگین موزون بازدهی ماهانه سهام	انحراف معیار بازده سهام	نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام	اندازه شرکت
نماد	NCSKEW	TURN	ZDV	AMIHUD	RET	STD	PB	SIZE
میانگین	۹	۰.۰۹	۱۲.۱۹	۱۰.۲۴.۲۶	۴۱.۷۲	۸۱.۶۳	۴۹۲۲۸.۰۵	۱۲.۰۹
میانه	۰.۱۵۲	۰.۰۴۱	۷	۲۰.۵۳	۸.۲۶	۴۶.۹۷	۱۴۵.۱۳	۱۲.۳۴
ماکزیمم	۱۰۰.۸۰	۰.۹۹	۶۴	۳۶۱۷۱۹.۲	۱۱۶۹.۲۱	۱۵۶۶.۷۸	.۱۲	۱۵.۶۸
مینیمم	-۱۰.۹۶	۰.۰۰۰۰۰۵	۰	-۶۷۸۰.۴۶	-۳۱.۹۴	۰	-۱۷۵۵.۱۷	۳.۳۳
انحراف معیار	۳.۲۰	۰.۱۴	۱۳.۴۵	۱۰۵.۱۰۱۲	۱۱۵.۱۷	۱۱۵.۶۵	۱۱۱.۰۶۴.۶	۱.۴۸

چولگی	۲۰۸۸	۱۰۴۶	۲۷۰۲۹	۵۰۱۲	۴۰۸۸	۳۰۷۶	-۲۰۸۹
کشیدگی	۳۰۶۳	۱۲۰۹۵	۴۰۵۹	۸۸۷۰۴۱	۳۶۰۳۵	۲۴۰۸۷	۱۶۰۳۰۲

میانگین اصلی‌ترین و مورد استفاده‌ترین شاخص مرکزی است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده‌ها قرار می‌گیرد. متغیرهایی دارای کیفیت مناسب می‌باشند که اولاً بین میانگین و میانه آن‌ها اختلاف چندانی وجود نداشته و از طرفی میزان چولگی و کشیدگی آن‌ها با چولگی و کشیدگی توزیع نرمال اختلاف فاحشی نداشته و به ترتیب تقریباً برابر ۰ و ۳ باشند. همان‌طور که مشاهده می‌گردد همه متغیرها دارای توزیع‌های چوله و کشیده می‌باشند. در جدول فوق آمار توصیفی متغیرهای موضوع پژوهش به تفکیک ارائه گردیده است.

۵.۲. نتایج برآورد مدل

آزمون فرضیه اول: ارتباط نقدشوندگی و ریسک سقوط قیمت سهام

جدول (۳): خلاصه نتایج ارزیابی فرضیه اول

متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	مقادیر P-Value	نتیجه‌گیری
عرض از مبدا	۵,۱۰	۳,۷۴	۰,۰۰۰۲*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد
TURN	-۰,۰۰۸	-۰,۰۱۲	۰,۹۱	عدم معناداری در مدل
ZDV	۰,۰۰۴	-۵,۳۶	۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد
Amihud	۰,۰۰۰۳	۰,۳۸	۰,۷۱	عدم معناداری در مدل
SIZE	-۰,۰۳۲	-۲,۰۸۵	۰,۰۰۰۴۵*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد
RET	-۰,۰۰۱۳	-۱۱,۹۷	۰*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد
STD	۰,۰۰۱۵	۱,۷۱	۰,۰۸۷	عدم معناداری در مدل
P/B	-۰,۰۰۰۰۰۳	-۲,۳۸	۰,۰۱۷۷*	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد
DTURN	۰,۰۰۱۶	۰,۵۱	۰,۶۱۱۲	عدم معناداری در مدل
مقادیر آزمون F		۶,۷۲		۱,۰۹۴
مقادیر P-Value		۰*		۰,۰۲۳
J P-Value آماره		۰*		۰,۰۲۰

با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار P-Value که کمتر از ۵ درصد است مدل معنادار است.

*معنی دار در سطح ۹۵ درصد

مقدار آماره T برای TURN برابر با ۰,۸۱- (غیرمعنی دار)، و برای ZDV برابر با ۰/۴۳- (معنادار)، برای Amihud برابر با ۰,۱ (غیرمعنی دار) است. آماره- دوربین واتسون نزدیک دو می‌باشد که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. با توجه به بالا بودن آماره F آزمون به طور کلی معنی دار است و متغیرهای توضیحی به خوبی متغیر وابسته را تشریح می‌کنند.

متغیر ZDV ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد یعنی با افزایش ۱ واحدی ZDV متغیر وابسته ۴ درصد تغییر می‌کند.

آزمون فرضیه دوم: برازش مدل برای شرکت های بزرگ و کوچک

جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم برای شرکت های بزرگ

نتیجه گیری	مقادیر P-Value	t مقادیر آماره	ضرایب متغیر در مدل	متغیرهای توضیحی
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	۷۰۱۳	۱,۲۶	مقدار ثابت
عدم معناداری در مدل	۰,۲۴	-۱,۰۱۸	-۰,۸۲	TURN
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	-۴,۴۲	-۰,۰۳۳	ZDV
عدم معناداری در مدل	۰,۵۵	۰,۵۹	۰,۰۰۰۵	Amihud
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	۰,۸۳	-۰,۲۱	-۰,۰۰۳	SIZE
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	-۱۲,۰۹	-۰,۰۱	RET
عدم معناداری در مدل	۰,۱۳	۱,۵۰	۰,۰۰۱	STD
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	۰,۰۰۱۳*	-۳,۲۵	-۰,۰۰۰۴	P/B
عدم معناداری در مدل	۰,۶۳	۰,۴۸	۰,۰۱۵	DTURN
۱,۰۹۴۰۳۷۳	آزمون دوربین واتسون	۶,۵۶		مقادیر آزمون F
۰,۲۲۷۶۳۲	مقادیر ضریب تعیین	*		مقادیر P-Value
۰,۱۹۲۹۴۸	مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده	*		J P-Value آماره

نتیجه کفایت مدل: که کمتر از ۵ درصد است مدل معنادار است. P-Value و مقدار F با توجه به مقادیر آزمون

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

مقدار آماره T برای TURN برابر با ۰/۸۲۱ - (بی معنی) و برای ZDV برابر با ۰/۰۳۲ - (معنادار)، برای Amihud برابر با ۰,۱ (بی معنی) می باشد. آماره دوربین واتسون نزدیک ۲ می باشد که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. با توجه به بالا بودن آماره F آزمون به طور کلی معنی دار است و متغیرهای توضیحی به خوبی متغیر وابسته را تشریح می کنند. متغیر ZDV ۳,۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهد یعنی با افزایش ۱ واحدی ZDV متغیر وابسته ۳,۳ درصد تغییر می کند.

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم برای شرکت های کوچک

نتیجه گیری	مقادیر P-Value	t مقادیر آماره	ضرایب متغیر در مدل	متغیرهای توضیحی
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	۶,۷۰	۱,۲۷	مقدار ثابت
عدم معناداری در مدل	۰,۱۸	-۱,۳۴	-۰,۹۲	TURN
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	-۴,۳۸	-۰,۰۳	ZDV
عدم معناداری در مدل	۰,۵۴	۰,۶۱	۰,۰۰۰۵	Amihud
عدم معناداری در مدل	۰,۸۴	-۰,۲۰	-۰,۰۰۳	SIZE
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	*	-۱۲,۱۲	-۰,۰۱	RET
عدم معناداری در مدل	۰,۱۴	۱,۴۷	۰,۰۰۱	STD
معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	۰,۰۰۱*	-۳,۳۱	-۰,۰۰۰۴	P/B
عدم معناداری در مدل	۰,۶۳	۰,۴۷۹	۰,۰۱۵	DTURN
۱,۰۹۴	آزمون دوربین واتسون	۶,۵۶		مقادیر آزمون F
۰,۲۲۱	مقادیر ضریب تعیین	*		مقادیر P-Value
۰,۱۹	مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده	*		J P-Value آماره

نتیجه کفایت مدل: که کمتر از ۵ درصد است مدل معنادار است. P-Value و مقدار F با توجه به مقادیر آزمون

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

مقدار آماره T برای TURN برابر با ۰/۹۲۱- (بی معنی)، و برای ZDV برابر با ۰/۳۱- (معنادار)، برای Amihud برابر با ۰,۱ (بی معنی) می‌باشد. آماره دوربین واتسون نزدیک ۲ می‌باشد که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. با توجه به بالا بودن آماره F آزمون به طور کلی معنی دار است و متغیرهای توضیحی به خوبی متغیر وابسته را تشریح می‌کنند. متغیر ZDV ۳- درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد یعنی با افزایش ۱ واحدی ZDV متغیر وابسته ۳- درصد تغییر می‌کند.

نقدشوندگی تأثیری بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک ندارد.

۶. نتیجه‌گیری

نقدشوندگی امری بسیار مهم در بازارهای مالی است و ریسک سقوط سهام نیز موضوعی است که توجهات فراوانی در سال‌های اخیر در تحقیقات به آن از ابعاد مختلف شده است. تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین این دو مساله مهم در بازار سهام ایران پرداخته است و اینکه آیا نقدشوندگی می‌تواند منجر به کاهش ریسک سقوط سهام گردد یا نه؟ در این مقاله این موضوع هم در بین شرکت‌های مختلف بورسی و هم در بین شرکت‌های کوچک و بزرگ بررسی شد. نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که نقدشوندگی و شاخص‌های آن تأثیرات متفاوتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکتها دارد. نتایج نشان داد که از بین شاخصهای نقدشوندگی تنها معاملات حجم صفر بر شاخص چولگی منفی بازده سهام و نوسانات بازده سهام تأثیرات مثبت و معنی‌داری دارد در حالی که شاخص‌های گردش مالی معاملات سهام و معیار نقدشوندگی آمیهدود تأثیر معنی‌داری بر ریسک سقوط قیمت سهام ندارند. همچنین در ادامه نتایج مشخص نمود که اندازه شرکت بر ارتباط بین شاخص‌های نقدشوندگی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد. به نظر می‌رسد نتایج به دست آمده تا حد زیادی تابع شاخص‌های به کار رفته و نمونه مورد استفاده در تحقیق است و همچنین به شرایط بازار بستگی دارد و تعمیم‌پذیری آن نیازمند تحقیق بیشتری است. از جمله موضوعات قابل تحقیق در آینده می‌توان به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر ریسک سقوط قیمت سهام تحت تأثیر دوره‌های رکود و رونق اقتصادی، رابطه بین تأثیر نقدشوندگی و ریسک سقوط قیمت سهام با چرخه عمر بنگاه‌ها، مطالعه تأثیر حکمرانی شرکتی بر رابطه بین نقدشوندگی و ریسک سقوط اشاره کرد.

منابع

- [۱] بحری ثالث، جمال و عبرتی، محمد رضا. (۱۳۹۸). اثر ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر رقابت بازار محصول در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. شماره ۲۹، صص ۲۷۵-۲۹۶
- [۲] یحیی زاده فر، محمود و زارعی، حسن. (۱۳۹۲). بررسی رابطه قیمت پایانی سهام و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۷، صص ۱۰۸-۱۲۴
- [3]Amihud, Y. and H. Mendelson, (1991). Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal* 47(6), pp56-66.
- [4]AITKEN, M., & FORDE C. (2003), "How should liquidity be measured?", *Pacific-Basic Finance Journal*, n° 11, pp. 45-59
- [5]Butler, A. W., G. Grullon, and J. P. Weston, 2005. Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(2), 331-348.
- [6]Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 70-81.
- [7]Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268.
- [8]Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
- [9]Eckbo, B.E., and Worli, (2005), "Liquidity risk, leverage and long-turn IPO returns", *Journal of corporate finance*, 11(2), pp 1-35.
- [10]Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies*, 26(6), 1443-1482.
- [11]Fang, V.W., T. H. Noe, and S. Tice, 2009. Stock Market Liquidity and Firm Value. *Journal of Financial Economics* 94(1), 150-169.
- [12]Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of financial Economics*, 92(2), 153-181.
- [13]Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- [14]Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- [15]Hasbrouck, J., Seppi, D.J., (2001). "Common factors in prices, order flows and liquidity". *Journal of Financial Economics* 59, 383-411
- [16]Hongliang Zhang, Betul Arda, Yuechan Lu, and Senlin Miao, Stock Liquidity and Price Crash Risk: Evidence from a Kernel Matching Approach. *ANNALS OF ECONOMICS AND FINANCE* 19-2, 653-681 (2018)
- [17]Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, (94), 67-86.
- [18]Khana, N & Sonti, R. (2004). Value creating stock manipulation: feedback effect of stock prices on firm value. *Journal of Financial Markets*. 7-3, 237-270
- [19]Kim, J., Zhang, L. (2010), "Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Firm-level Evidence", On line, <http://www.ssm.com>.
- [20]Liu, W. (2006). A liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of financial Economics*, 82(3), 631-671.
- [21]Loebnitz, K., (2006) "Market liquidity risk: elusive no more-defining and quantifying market liquidity risk", master thesis, university of twente.
- [22]Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- [23]Sunder, S., (2018) Adverse effects of uniform written reporting standards on accounting practice, education, and research. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 99-114
- [24]Zhang, H., Arda, B., Lu, Y., & Miao, S. (2018). Stock Liquidity and Price Crash Risk: Evidence from a Kernel Matching Approach. *Annals of Economics and Finance*, 19(2), 653-681.