





دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته‌ی مدیریت بازرگانی گرایش مالی
آقای وحید کبیری پور

**تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر بازده سهام با کنترل سبک‌های سرمایه گذاری
(مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)**

استاد راهنما:
دکتر مهدی ابزری

استاد مشاور:
دکتر سعید فتحی

پژوهشگر:
وحید کبیری پور

دی ماه ۱۳۹۱

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات و
نوآوری‌های ناشی از تحقیق موضوع این پایان‌نامه
متعلق به دانشگاه اصفهان است.



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته‌ی مدیریت بازرگانی گرایش مالی
آقای وحید کبیری پور تحت عنوان

**تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر بازده سهام با کنترل سبک‌های سرمایه گذاری
(مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)**

در تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۰۳ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه عالی به تصویب نهایی رسید.

- | | | |
|-----------------------------|-----------------|------------------------|
| ۱- استاد راهنمای پایان نامه | دکتر مهدی ابزری | با مرتبه علمی استاد |
| ۲- استاد مشاور پایان نامه | دکتر سعید فتحی | با مرتبه علمی استادیار |
| ۳- استاد داور داخل گروه | دکتر علی صفری | با مرتبه علمی استادیار |
| ۴- استاد داور خارج گروه | دکتر سعید صمدی | با مرتبه علمی دانشیار |

امضای مدیر گروه

سپاسگزاری:

شکر خدای که هر چه طلب کردم از خدا بر منتهای همت خویش کامروا گشتم
قلم ناتوان اینجانب قاصر از بیان گوشه‌ای از زحمات کسانی است که در طول دوران تحصیل همواره و لدا ارشان بوده-
ام. حال که این مقطع دوران تحصیلی با موفقیت به اتمام رسیده است، لازم میدانم از تمامی کسانی که در این راه همراه و
بگام من بوده اند شکر و قدردانی نمایم.

ابتدا از استاد راهنمای خود جناب آقای دکتر مهدی ابزری و آقای سعید فحی که زحمت مشاوره این پایان نامه را بر عهده
داشتند و همواره با صبر و حوصله و دلسوزانه دانش و تجربیات ارزنده خویش را بی‌پیش چشم داشتی در اختیار اینجانب قرار داده اند
شکر و قدردانی میکنم. همچنین از اساتید داور گروه علی صفری و دکتر سعید صمدی که زحمت بازخوانی پایان نامه را بر عهده
داشتند کمال شکر و قدردانی را دارم. و در پایان از تمامی افرادی که در مکارش این پایان نامه مرایاری نمودند به ویژه دوستان
بزرگوار سید ابوزر ضوی، مهدی خانکشلو و سرکار خانم زهرا فیروز کوهی و بسیاری دیگر از دوستان که مجال ذکر نامشان در
این متن نمیگنجد کمال شکر را دارم.

تقدیم به

دستان پرتوان و بازوان خستگی ناپذیر **پدرم** که درس قوی
بودن و قوی زیستن را به من آموخت

و به مادرم

یگانه سنگ صبور زندگی ام که درس مهر و گذشت و ایثار را به
من آموخت

چکیده

نقدشوندگی مفهومی پیچیده و چندبعدی است که از جهات مختلف، تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار می دهد. اخیراً نقدشوندگی به عنوان یکی از متغیرهای تبیین کننده بازده، به طور گسترده ای مورد توجه قرار گرفته است و این در حالی است که نه مدل سنتی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نه مدل سه عاملی فاما و فرنچ، توانایی محاسبه ریسک نقدشوندگی را ندارند. این پژوهش درصدد است با به کارگیری روشی ترکیبی جهت پوشش ابعاد مختلف نقدشوندگی در قالب یک سنج واحد، تاثیرات نقدشوندگی بر بازده سهام را مورد مطالعه قرار داده و نقش کنترلی سبک های سرمایه گذاری را در این رابطه مورد توجه دهد.

پژوهش حاضر با استفاده از الگوی داده های ترکیبی برای یک دوره زمانی از فروردین ماه ۱۳۸۱ تا آذرماه ۱۳۹۰، ده سبد سرمایه گذاری متشکل از سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت ماهانه مورد مطالعه قرار داده است. با توجه به هدف پژوهش، مازاد بازده سبد سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته، نقدشوندگی در کنار عامل بازار به عنوان متغیر مستقل پژوهش و عوامل سبک های سرمایه گذاری اندازه، ارزش و روند حرکت سهام به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. متغیر نقدشوندگی با استفاده از یک روش جدید بر مبنای تکنیک رتبه بندی تاپسیس با بهره گیری از ۶ معیار نقدشوندگی مختلف اندازه گیری شده است.

نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون نشان می دهد که نقدشوندگی در قالب مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، مازاد بازده سهام را به طور معناداری تحت تاثیر قرار می دهد و با وجود اینکه عامل بازار و نقدشوندگی هر دو دارای سطح معناداری بالایی هستند، اما بتا نقدشوندگی بزرگتر از بتای بازار است. همچنین یافته ها نشان می دهد که تاثیرات نقدشوندگی حتی پس از کنترل سبک های سرمایه گذاری اندازه، ارزش و روند حرکت سهام از نظر آماری معنادار است و مدل چهار عاملی متشکل از عوامل بتا بازار، نقدشوندگی، اندازه و ارزش، بهترین مدل جهت تبیین مازاد بازده سهام در بورس اوراق تهران محسوب می شود.

کلید واژه ها: نقدشوندگی، بازده سهام، سبک های سرمایه گذاری

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
فصل اول: کلیات پژوهش	
۱-۱- مقدمه	۱
۲-۱- شرح و بیان مسأله پژوهش	۲
۳-۱- اهمیت و ارزش پژوهش	۴
۴-۱- اهداف پژوهش	۴
۵-۱- کاربرد نتایج پژوهش	۵
۶-۱- فرضیه‌های پژوهش	۵
۷-۱- روش پژوهش	۵
۸-۱- کلید واژه‌ها	۶
۹-۱- خلاصه فصل	۷

فصل دوم: مبانی نظری پژوهش

۱-۲- مقدمه	۸
۲-۲- بازده	۹
۱-۲-۲- بازدهی نقدی	۹
۲-۲-۲- بازدهی قیمتی	۱۰
۳-۲-۲- بازدهی کل	۱۰
۴-۲-۲- بازده مورد انتظار سبد سرمایه گذاری	۱۰
۳-۲- مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای	۱۱
۴-۲- نقدشوندگی	۱۴
۱-۴-۲- تعریف نقدشوندگی	۱۴
۲-۴-۲- اهمیت نقدشوندگی	۱۶
۳-۴-۲- هزینه‌های نقدشوندگی	۱۷

۱۸	۴-۴-۲- منابع عدم نقدشوندگی
۲۰	۵-۴-۲- ابعاد نقدشوندگی
۲۲	۶-۴-۲- معیارهای نقدشوندگی
۲۳	۶-۴-۲-۱- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش
۲۴	۶-۴-۲-۲- نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود
۲۵	۶-۴-۲-۳- نسبت گردش سهام
۲۶	۶-۴-۲-۴- معیار نسبت گردش به تغییرپذیری
۲۶	۶-۴-۲-۵- معیار بازده صفر
۲۷	۶-۴-۲-۶- معیار معکوس بازده
۲۸	۶-۴-۲-۷- سایر معیارها
۲۹	۷-۴-۲- قیمت گذاری سهام مبتنی بر هزینه نقدشوندگی
۳۲	۵-۲- سبک‌های سرمایه گذاری
۳۳	۱-۵-۲- سبک اندازه
۳۵	۲-۵-۲- سبک ارزش
۳۶	۳-۵-۲- سبک روند حرکت سهام
۳۷	۶-۲- پیشینه و تاریخچه موضوع پژوهش
۳۷	۱-۶-۲- پژوهش‌های خارجی
۴۲	۲-۶-۲- پژوهش‌های داخلی

فصل سوم: روش پژوهش

۴۵	۱-۳- مقدمه
۴۶	۲-۳- نوع پژوهش
۴۶	۴-۳- قلمرو پژوهش
۴۶	۵-۳- جامعه و نمونه آماری پژوهش
۴۷	۶-۳- روش گردآوری اطلاعات
۴۷	۷-۳- مدل پژوهش
۴۸	۸-۳- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

صفحه	عنوان
۴۸	۱-۸-۳- متغیر مستقل
۴۹	۲-۸-۳- متغیرهای وابسته
۴۹	۱-۲-۸-۳- بازده بازار
۵۰	۲-۲-۸-۳- نقدشوندگی
۵۵	۳-۲-۸-۳- متغیر کنترلی
۵۵	۱-۳-۲-۸-۳- سبک اندازه (SMB)
۵۵	۲-۳-۲-۸-۳- سبک ارزش (HML)
۵۶	۳-۳-۲-۸-۳- سبک روند حرکت سهام (WML)
۵۶	۹-۳- روش‌شناسی و آزمون‌های مورد استفاده در پژوهش
۵۸	۱-۹-۳- آزمون مانایی
۵۸	۲-۹-۳- آزمون F لیمر
۵۹	۳-۹-۳- مفروضات مدل رگرسیون خطی
۶۰	۱-۳-۹-۳- ناهمسانی واریانس
۶۰	۲-۳-۹-۳- عدم وجود خودهمبستگی بین اجزاء اخلاص
۶۱	۱۰-۳- خلاصه فصل

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها

۶۲	۱-۴- مقدمه
۶۳	۲-۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش
۶۵	۳-۴- آزمون فرضیه‌های پژوهش
۶۵	۱-۳-۴- آزمون فرضیه اول
۶۸	۲-۳-۴- آزمون فرضیه دوم
۷۰	۳-۳-۴- آزمون فرضیه سوم
۷۲	۴-۳-۴- آزمون فرضیه چهارم
۷۵	۵-۳-۴- آزمون فرضیه پنجم
۷۷	۴-۴- خلاصه فصل

فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

صفحه	عنوان
۷۸	۱-۵- مقدمه
۷۹	۲-۵- خلاصه و جمع بندی پژوهش
۷۹	۳-۵- یافته‌های پژوهش
۷۹	۱-۳-۵- نتایج آزمون فرضیه اول
۸۰	۲-۳-۵- نتایج آزمون فرضیه دوم
۸۰	۳-۳-۵- نتایج آزمون فرضیه سوم
۸۱	۴-۳-۵- نتایج آزمون فرضیه چهارم
۸۲	۵-۳-۵- نتایج آزمون فرضیه پنجم
۸۳	۴-۵- محدودیت‌های پژوهش
۸۳	۵-۵- پیشنهاداتی مبتنی بر نتایج پژوهش
۸۳	۱-۵-۵- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی
۸۳	۲-۵-۵- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی
۸۵	۶-۵- خلاصه فصل
۸۶	پیوست‌ها
۱۰۰	منابع و مأخذ

فهرست شکل‌ها

عنوان	صفحه
شکل ۱-۲- خط بازار سرمایه و خط بازار اوراق بهادار	۱۳
شکل ۲-۲- نمایی ایستا از ابعاد نقدشوندگی	۲۱

فهرست جدول‌ها

عنوان	صفحه
جدول ۱-۴- آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه	۶۳
جدول ۲-۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به تفکیک سبدهای سرمایه‌گذاری	۶۴
جدول ۳-۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۱-۴)	۶۶
جدول ۴-۴- خلاصه نتایج آزمون برآش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۱-۴)	۶۶
جدول ۶-۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۲-۴)	۶۸
جدول ۷-۴- خلاصه نتایج آزمون برآش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۲-۴)	۶۹
جدول ۸-۴- خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۲-۴)	۷۰
جدول ۹-۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۳-۴)	۷۱
جدول ۱۰-۴- خلاصه نتایج آزمون برآش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۳-۴)	۷۱
جدول ۱۱-۴- خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۳-۴)	۷۲
جدول ۱۲-۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴)	۷۳
جدول ۱۳-۴- خلاصه نتایج آزمون برآش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۴-۴)	۷۳
جدول ۱۴-۴- خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴)	۷۴
جدول ۱۵-۴- خلاصه نتایج آزمون F لیمر جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۵-۴)	۷۶
جدول ۱۶-۴- خلاصه نتایج آزمون برآش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۵-۴)	۷۶
جدول ۱۷-۴- خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۵-۴)	۷۶

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

قیمت‌گذاری دارایی‌ها، مبنایی در تخصیص منابع در یک اقتصاد محسوب می‌شود و بنابراین مطالعات زیادی به بررسی عوامل موثر بر بازده دارایی‌ها پرداخته‌اند. در بسیاری از پژوهش‌های صورت گرفته، نقدشوندگی سهام به عنوان یکی از عوامل موثر در انتخاب سرمایه‌گذاران از بین گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری مد نظر قرار گرفته شده است. متأسفانه وجود عواملی که باعث کاهش نقدشوندگی سهام در بازار شده‌اند، سبب شده که اقبال عمومی سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه رفته رفته کاهش یافته و سیر قهقرایی دل‌سردکننده‌ای را به همراه داشته باشد. با توجه به آنچه در بخش شرح و بیان مسأله پژوهشی بیان می‌شود؛ نقدشوندگی از جمله عواملی است که بازده دارایی‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در این فصل ابتدا موضوع پژوهش به طور مختصر تشریح و سپس اهداف، ضرورت پژوهش و کاربرد نتایج پژوهش توضیح داده می‌شود. در ادامه، فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش در رابطه با اهداف پژوهش بیان و سپس جامعه آماری، روش انجام پژوهش و نحوه گردآوری داده‌ها تشریح می‌گردد. در پایان فصل نیز تعاریف عملیاتی پاره‌ای از واژه‌های کلیدی مورد استفاده در پژوهش ارائه خواهد شد.

۱-۲- شرح و بیان مسأله پژوهش

مدل‌های قیمت‌گذاری استاندارد نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۱ (CAPM) با افزودن عواملی جهت تقویت قدرت تبیین بازده سهام به طور گسترده‌ای در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است (هیرن^۲، ۲۰۱۰: ۲۴۲). مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، حداقل نرخ بازده مورد انتظار هر اوراق بهاداری را با بتای آن مرتبط می‌سازد (جونز، ۱۳۸۹: ۲۱۶). توسعه مدل سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با دو عامل اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار از این امر حکایت دارد که این متغیرها باعث بهبود مدل نسبت به زمانی که تنها از عامل بازار استفاده می‌شد، می‌گردد. اخیراً نقدشوندگی به عنوان یکی از متغیرهای تبیین کننده بازده، به طور گسترده‌ای مورد توجه قرار گرفته و روش‌های متعددی برای محاسبه آن مطرح شده است (هیرن، ۲۰۱۰: ۲۴۲؛ هیرن و همکاران، ۲۰۱۰: ۴۹۲). این در حالی است که نه مدل سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و نه مدل سه عاملی فاما و فرنچ توانایی محاسبه ریسک نقدشوندگی را ندارند (لیو^۳، ۲۰۰۶: ۶۳۳) و مطالعات اندکی، عامل ریسک نقدشوندگی را در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها دخیل نموده و لذا به موفقیت اندکی در تبیین بازده دارایی‌ها دست یافته‌اند (لیو، ۲۰۰۶: ۶۳۲). به عنوان مثال لیو (۲۰۰۶) با ارائه معیاری به عنوان سنج نقدشوندگی دریافت که افزودن تنها عامل نقدشوندگی به مدل سنتی CAPM باعث می‌شود مدل تولید شده، قدرت تبیین بالاتری نسبت به مدل تک عاملی CAPM و مدل سه عاملی فاما و فرنچ داشته باشد.

از سوی دیگر، نقدشوندگی پدیده‌ای پیچیده، چندبعدی و دارای مفهومی گیج کننده است. تمامی معیارهای نقدشوندگی به شکل قابل ملاحظه‌ای بیشتر از آن چیزی است که بتوان آن‌ها را در یک مطالعه جهت بررسی رابطه بازده و نقدشوندگی به کار برد. اتکین و وین^۴ (۱۹۹۷) گزارش دادند که حدود ۶۸ معیار نقدشوندگی در مطالعات مختلف مورد استفاده قرار گرفته است اما هیچ توافقی مبنی بر انتخاب بهترین معیار جهت استفاده وجود ندارد. همچنین آن‌ها گزارش دادند که همبستگی بین اغلب معیارها کم و بین بسیاری از آن‌ها هیچ نوع رابطه‌ای وجود ندارد (لی هوماک^۵، ۲۰۱۰: ۳۱؛ مارشال^۶، ۲۰۰۶: ۲۴). ادبیات نقدشوندگی نیز به طور سنتی، محدود به ساختارهایی است که تنها یک بعد از این پدیده چندبعدی را پوشش می‌دهد. برای مثال معیار اختلاف قیمت پیشنهادی آمیهود و مندلسون^۷ (۱۹۸۶) مربوط به بعد هزینه‌های معاملاتی است، معیار نسبت گردش دیتار^۸ و همکاران (۱۹۹۸) بعد حجم

¹ Capital Asset Pricing Model: CAPM

² Hearn

³ Liu

⁴ Aitken & Winn

⁵ Laihomaki

⁶ Marshal

⁷ Amihud & Mendelson

⁸ Datar

معاملات را می‌سنجد و معیارهای آمیهود (۲۰۰۲) و پاستور و استنبا^۱ (۲۰۰۳) مفهوم اثر قیمتی را منعکس می‌کند. معیارهای موجود توانایی محدودی در سنجش ریسک نقدشوندگی دارند و حتی ممکن است در سنجش بعد مورد نظر نیز به شکل دقیقی عمل نکنند (هیرن، ۲۰۱۰: ۲۴۳؛ لیو، ۲۰۰۶: ۶۳۲) همچنین نگرانی در مورد کاربرد معیارهای تک بعدی بر این حقیقت استوار است که آن‌ها در نهایت عدم نقدشوندگی، تعریف نشده هستند، در حالی که این موضوع در بازارهای محلی کوچک، بسیار شایع است (لسموند^۲، ۲۰۰۵؛ هیرن، ۲۰۱۰: ۲۴۳). با توجه موارد فوق، این پژوهش سعی دارد، ضمن بررسی ابعاد مختلف نقدشوندگی و استفاده از معیارهای مختلف جهت پوشش این ابعاد، نگاهی جامع به پدیده نقدشوندگی داشته باشد. به این منظور، معیارهای مختلف نقدشوندگی با استفاده از روش تاپسیس که نوعی روش تصمیم‌گیری چندشاخصه محسوب می‌شود، در قالب یک معیار واحد ادغام شده و معیار حاصل از روش تاپسیس به عنوان معیار نقدشوندگی در تحلیل‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که این رویکرد در ادبیات نقدشوندگی منحصر به فرد بوده و تاکنون مورد استفاده قرار نگرفته است.

براساس شواهد، نقدشوندگی متغیر وضعیتی مهمی در قیمت‌گذاری دارایی‌هاست و قدرت محدود مدل سه عاملی فاما و فرنچ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای منجر به توسعه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها مبتنی بر نقدشوندگی شد (لیو، ۲۰۰۶: ۶۳۴). بنابراین، این مطالعه سعی دارد با توسعه مدل CAPM با استفاده از یک معیار چندبعدی نقدشوندگی، رابطه نقدشوندگی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. علاوه بر این CAPM بیان می‌کند که تفاوت مقطعی در میانگین بازده تنها از طریق ریسک بازار تبیین می‌گردد اما این تفاوت مقطعی می‌تواند از طریق عوامل دیگری نظیر اندازه (سبک سهام‌های کوچک و بزرگ)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (سبک سهام‌های ارزشی و رشدی) و بازده تاریخی (سبک روند حرکت سهام) تبیین شود (نریان و ژنگ^۳، ۲۰۱۰: ۵۰۹). لذا در این پژوهش، رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام با استفاده از مدل گسترش یافته CAPM به وسیله عامل نقدشوندگی، همراه با کنترل سبک‌های اندازه، ارزش و روند حرکت سهام که از مهم‌ترین سبک‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند، مورد بررسی قرار می‌گیرد. در مجموع، این پژوهش سعی دارد شکاف مربوط به معیارهای نقدشوندگی را پر نموده و با ارائه یک معیار ترکیبی به عنوان سنجش نقدشوندگی، رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را با لحاظ کردن سبک‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دهد. در پایان، مساله پژوهش را می‌توان اینگونه بیان نمود که معیار چندبعدی نقدشوندگی حاصل از روش تاپسیس در قالب مدل توسعه یافته CAPM، چگونه بازده سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟

¹ Pastor and Stambaugh

² Lesmond

³ Narayan & Zheng

۳-۱- اهمیت و ارزش پژوهش

قیمت‌گذاری دارایی‌ها، مبنایی در تخصیص منابع در یک اقتصاد محسوب می‌شود (مارشال، ۲۰۰۶: ۲۱)، بنابراین مطالعات زیادی به بررسی عوامل موثر بر بازده دارایی‌ها پرداخته‌اند و تکثر مطالعات صورت گرفته در این زمینه، نشان از اهمیت این موضوع در ادبیات مالی جهان دارد. نقدشوندگی که از اساسی‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران بوده و به عنوان یک ویژگی کیفی محوری محسوب می‌شود (وریر^۱، ۲۰۱۰: ۱)، نقش مهمی در پیش‌بینی بازده دارد و اخیراً به طور گسترده مورد توجه قرار گرفته است. اما بازارهای مختلف دارای ساختارهای متفاوتی هستند، بنابراین نقش عامل ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل ریسک، تاثیرات متفاوتی بر بازده سهام در بازارهای مختلف خواهد داشت (نریان و ژنگ، ۲۰۱۰: ۵۱۱). لذا بررسی این رابطه در بازارهای مالی ایران نیز حائز اهمیت است. از سوی دیگر، نقدشوندگی پدیده‌ای پیچیده و چندبعدی است و معیارهای مختلفی جهت سنجش آن ارائه شده است؛ حال آنکه معیارهای نقدشوندگی تنها یک بعد خاص از این مفهوم چندبعدی را پوشش می‌دهد و به زعم پژوهشگران در این زمینه، معیارهای موجود توانایی محدودی در سنجش ریسک نقدشوندگی دارند و حتی ممکن است در سنجش بعد مورد نظر نیز به شکل دقیقی عمل نکنند. مطالعات صورت گرفته در زمینه تاثیر عامل نقدشوندگی در پیش‌بینی بازده نیز تک بعدی عمل کرده و نقش هر معیار را به صورت مجزا در نظر گرفته‌اند. اما این پژوهش، با استفاده از معیارهای مختلف جهت پوشش ابعاد نقدشوندگی و ادغام این معیارها با بهره‌گیری از روش تحلیل تاپسیس، نگاهی جامع به پدیده نقدشوندگی داشته که این رویکرد (ترکیب معیارها و ابعاد در یک شاخص واحد) گامی مهم در ادبیات نقدشوندگی است.

۴-۱- اهداف پژوهش

عمده‌ترین اهدافی که این پژوهش در صدد دستیابی به آن‌ها می‌باشد به این شرح است:

- تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام
- تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل اندازه
- تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل ارزش
- تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل روند حرکت سهام
- تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام با در نظر گرفتن نقش کنترلی عوامل اندازه، ارزش و روند حرکت سهام

¹ Verrier

۵-۱- کاربرد نتایج پژوهش

نظر به اهمیت ریسک عامل نقدشوندگی و تاثیر بالقوه آن بر رفتار قیمت گذاری در بازار سهام، نتایج این مطالعه می تواند در موارد زیر کاربرد داشته باشد:

۱. نتایج این مطالعه می تواند نقش قابل توجهی در تصمیم گیری سرمایه گذاران خرده پا در بورس اوراق بهادار تهران داشته و به درک آن ها نسبت به متغیرهای بازار و روابط بین آن ها کمک نماید.
۲. نتایج این مطالعه می تواند باعث تسهیل ارزیابی مدیران صندوق ها یا مدیران مالی شده و عملکرد حرفه ای آن ها را بهبود بخشد.
۳. با توجه به اینکه نقدشوندگی بازار سهام در کشورهای نوظهور به طور مثبتی با رشد اقتصادی، سیاست های آزادسازی و سطوح یکپارچه سازی جهانی در ارتباط است (جان و همکاران، ۲۰۰۳: ۴) این پژوهش می تواند به تحلیل گران کلان بازارهای مالی در تدوین سیاست ها و چشم انداز بازار سرمایه کمک نماید.

۶-۱- فرضیه های پژوهش

بر مبنای اهداف پژوهش، فرضیه های پژوهش حاضر به شرح زیر تدوین می گردد:

۱. نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام موثر است.
۲. نقدشوندگی با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل اندازه بر مازاد بازده سهام موثر است.
۳. نقدشوندگی با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل ارزش بر مازاد بازده سهام موثر است.
۴. نقدشوندگی با در نظر گرفتن نقش کنترلی عامل روند حرکت سهام بر مازاد بازده سهام موثر است.
۵. نقدشوندگی با در نظر گرفتن نقش کنترلی عوامل اندازه، ارزش و روند حرکت سهام بر مازاد بازده سهام موثر است.

۷-۱- روش پژوهش

این مطالعه بر اساس مبانی نظری و ادبیات موضوع به تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر بازده اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و می تواند سرمایه گذاران را در راستای تصمیمات سرمایه گذاریشان یاری کند؛ لذا، این پژوهش از نظر هدف، جزء پژوهش های کاربردی و از نظر روش، جزء پژوهش های توصیفی-همبستگی محسوب می شود. پژوهش حاضر با استفاده از روش رگرسیون مبتنی بر داده های ترکیبی انجام می شود. به این منظور از مدل گسترش یافته CAPM به وسیله عامل نقدشوندگی استفاده خواهد شد که معیار نقدشوندگی مورد استفاده، شاخص حاصل از روش تحلیل تاپسیس خواهد بود که از طریق ترکیب ۶ معیار نقدشوندگی شامل نسبت عدم نقدشوندگی (آمیهود، ۲۰۰۲)،

نسبت گردش سهام به تغییرپذیری سهام (جان^۱ و همکاران، ۲۰۰۳)، نسبت گردش سهام (چای^۲ و همکاران، ۲۰۱۰)، معیار میانگین حجم معاملات (چانگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۰)، تعداد روزهای معاملاتی با بازده صفر (لسموند و همکاران، ۱۹۹۹) و احتمال انجام معامله (نریان و ژنگ، ۲۰۱۱) قابل احتساب است. همچنین به منظور مطالعه دقیق تر نقش نقدشوندگی در تبیین بازده سهام، تاثیرات نقدشوندگی همراه با کنترل سه سبک سرمایه گذاری اندازه، ارزش و روند حرکت سهام مورد بررسی قرار می گیرد.

قلمرو مکانی پژوهش حاضر، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن از اول فرودین سال ۱۳۸۱ لغایت پایان آذرماه سال ۱۳۹۰ است. جامعه آماری این پژوهش، سبدهای سرمایه گذاری ساختگی بر مبنای اطلاعات ۸۲ شرکت در مدت ۱۱۷ ماه می باشد. در این پژوهش جهت جمع آوری مبنای نظری موضوع از روش کتابخانه ای و به منظور گردآوری داده های پژوهش، از روش اسنادکاوی استفاده می شود. همچنین به منظور ترکیب معیارهای نقدشوندگی از روش تحلیل تاپسیس و جهت بررسی روابط بین متغیرها، از آزمون های رگرسیون چندمتغیره استفاده می شود. لازم به ذکر است که مطالعه حاضر، نرم افزارهای Excel، Eviews و STATA را به منظور محاسبه متغیرها و آزمون فرضیه های پژوهش به کار می گیرد.

۱-۸- کلید واژه ها

نقدشوندگی (Liquidity): سهولت در معامله حجم بزرگی از دارایی ها به طور سریع و با هزینه اندک و بدون تاثیر بر سطوح قیمت (نیسکانن^۴، ۲۰۰۹: ۵). معیار نقدشوندگی مورد استفاده در این پژوهش، شاخص حاصل از روش تحلیل تاپسیس خواهد بود که از طریق ترکیب ۶ معیار نقدشوندگی شامل نسبت عدم نقدشوندگی (آمیهود، ۲۰۰۲)، نسبت گردش سهام به تغییرپذیری سهام (جان^۵ و همکاران، ۲۰۰۳)، نسبت گردش سهام (چای^۶ و همکاران، ۲۰۱۰)، معیار میانگین حجم معاملات (چانگ^۷ و همکاران، ۲۰۱۰)، تعداد روزهای معاملاتی با بازده صفر (لسموند و همکاران، ۱۹۹۹) و احتمال انجام معامله (نریان و ژنگ، ۲۰۱۱) قابل احتساب است.

¹ Jun

² Chai

³ Chang

⁴ Niskanen

⁵ Jun

⁶ Chai

⁷ Chang

بازده سهام (Stock Return): مجموعه عایداتی است که در طول یک دوره مالی به سهم تعلق می‌گیرد و شامل سود دریافتی و سود سرمایه می‌باشد (قائمی و توسی، ۱۳۸۵: ۱۶۴). در این پژوهش، مازاد بازده سبد سرمایه گذاری بر مبنای میانگین هندسی بازده سهام‌های موجود در سبد به عنوان عامل بازده در نظر گرفته شده است.

سبک سرمایه گذاری (Investment Style): طبقه‌های دارایی که سرمایه‌گذاران در فرآیند تحلیل، انتخاب، خرید و فروش دارایی‌ها، مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهند (باربریس و شلیفر^۱، ۲۰۰۳: ۱۶۲). این پژوهش، بر سه سبک سرمایه گذاری اندازه (SMB: تفاوت میانگین بازده سهام‌های کوچک و بزرگ)، ارزش (HML: تفاوت میانگین بازده سهام‌های ارزشی و رشدی) و روند حرکت سهام (WML: تفاوت میانگین بازده سهام‌های برنده و بازنده) متمرکز شده است.

۱-۹- خلاصه فصل

در این فصل ابتدا کلیات در رابطه با مفهوم نقدشوندگی و بازده سهام عنوان و سپس به شرح و بیان مسأله پژوهش پرداخته شد. در ادامه اهمیت و ضرورت انجام پژوهش و فرضیه‌ها در رابطه با اهداف پژوهش معرفی گردید. همچنین ضمن ارائه شرح مختصری از روش انجام پژوهش، به معرفی جامعه آماری مورد آزمون پرداخته شد. در پایان نیز واژگان کلیدی مورد استفاده به اختصار تعریف گردید.

¹ Barberis & Shleifer