

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد مرودشت
دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری

عنوان

**بررسی تأثیر ریسک نقدینگی و نابهنجاری‌های بازار مالی بر بازده
مقطعی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار
تهران**

استاد راهنما

دکتر جواد مرادی

استاد مشاور

دکتر هاشم ولی پور

نگارنده

راضیه زمان

تابستان ۱۳۹۱

همسرم به صمیمت باران

خدای رابی ساگرم که از روی کرم، همسری فداکار نصیم ساخته تا سایه درخت پر بار وجودش بیاسیم و از سایه وجودش در راه کسب علم و دانش تلاش نمایم. همسری که بودنش تاج افتخاری است بر سرم و نامش دلیلست بر بودنم. چرا که وجودش، پس از پروردگار و پدر و مادرم، مایه هستی ام بوده، دستم را گرفته و در راه رفتن در این وادی پر از فراز و نشیب زندگی همراه و همگام من است. سنگ صبوری که برایم زندگی، حیات و انسان بودن را معنا کرد...

فهرست مطالب

عنوان

صفحه

فصل اول: کلیات پژوهش

.....۲	۱-۱- مقدمه
.....۳	۱-۲- بیان مسئله
.....۵	۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق
.....۶	۱-۴- اهداف کلی تحقیق
.....۷	۱-۵- فرضیه‌های تحقیق و مبانی نظری فرضیه‌ها
.....۸	۱-۶- قلمرو تحقیق
.....۸	۱-۶-۱- قلمرو موضوعی
.....۹	۱-۶-۲- قلمرو زمانی
.....۹	۱-۶-۳- قلمرو مکانی
.....۹	۱-۷- تعریف اصطلاحات و واژه‌ها
.....۱۰	ساختار تحقیق

فصل دوم: مروری بر تحقیقات انجام شده

.....۱۲	۲-۱- مقدمه
.....۱۲	۲-۲- تصمیم‌گیری در بازارهای اوراق بهادار
.....۱۳	۲-۳- بازده سهام
.....۱۳	۲-۴- عوامل مؤثر بر بازدهی
.....۱۵	۲-۵- نظریه‌های مرتبط با ریسک
.....۱۵	۲-۵-۱- نگرش نظریه بنیادین

.....۱۶	۲-۵-۲- نگرش نظریه نوین پرتفوی
.....۱۹	۲-۶- رابطه رویکرد نظریه پرتفوی و رویکرد بنیادی نسبت به ریسک
.....۲۱	۲-۷- مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای
.....۲۳	۲-۸- مدل سه عاملی فاما و فرنچ
.....۲۵	۲-۹- ریسک نقد شوندگی
.....۲۶	۲-۱۰- ریسک عدم نقدشوندگی
.....۲۹	۲-۱۱- معیارهای عدم نقدشوندگی
.....۳۵	۲-۱۲- روشهای محاسبه بازده سهامداران
.....۳۶	۲-۱۲-۱- روش سود بر قیمت
.....۳۶	۲-۱۲-۲- روش پیش بینی سود نقدی
.....۳۷	۲-۱۲-۳- روش بازده کلی (واقعی)
.....۳۸	۲-۱۳- رابطه ریسک و بازده
.....۳۹	۲-۱۴- تخمین مدل های عاملی
.....۳۹	۲-۱۴-۱- رویکرد سری زمانی
.....۴۰	۲-۱۴-۲- رویکرد بخشی
.....۴۰	۲-۱۴-۳- رویکرد تحلیل عاملی
.....۴۱	۲-۱۵- نابهنجاری های بازار مالی
.....۴۱	۲-۱۶- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
.....۴۲	۲-۱۷- ارزش دفتری سهام (Book Value)
.....۴۳	۲-۱۸- ارزش بازار سهام (Market Value)
.....۴۳	۲-۱۹- حقوق صاحبان سهام
.....۴۴	۲-۲۰- اندازه شرکت
.....۴۶	۲-۲۱- معکوس شدن روندها در بلند مدت

..... ۴۷	۲-۲۲- حجم مبادلات
..... ۴۸	۲-۲۳- پیشینه تحقیق
..... ۴۸	۲-۲۳-۱- تحقیقات خارجی
..... ۵۶	۲-۲۳-۲- تحقیقات داخلی
..... ۵۹	خلاصه فصل دوم
	فصل سوم: مواد و روش‌ها
..... ۶۱	۳-۱- مقدمه
..... ۶۱	۳-۲- فرضیه‌های تحقیق
..... ۶۲	۳-۳- نوع و روش‌شناسی تحقیق
..... ۶۳	۳-۳-۱- مدل تحقیق
..... ۶۷	۳-۳-۲- متغیرهای تحقیق
..... ۶۷	۳-۳-۱-۲-۳- متغیر مستقل
..... ۶۹	۳-۳-۲-۲- متغیر وابسته
..... ۶۹	۳-۳-۲-۳- متغیر کنترلی
..... ۷۰	۳-۳-۲-۴- متغیر طبقه بندی
..... ۷۰	۳-۴- جامعه و نمونه آماری
..... ۷۰	۳-۴-۱- جامعه آماری
..... ۷۰	۳-۴-۲- روش نمونه‌گیری و تعیین اندازه نمونه آماری
..... ۷۲	۳-۵- روش جمع‌آوری داده‌ها
..... ۷۲	۳-۶- روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها
..... ۷۲	۳-۶-۱- آمار توصیفی
..... ۷۲	۳-۶-۲- آمار استنباطی
..... ۷۲	۳-۶-۲-۱- تحلیل همبستگی

.....۷۳	۳-۶-۳- رگرسیون چند متغیره
.....۷۴	۳-۶-۴- ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده
.....۷۵	۳-۶-۵- آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون
.....۷۵	۳-۶-۵-۱- آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون
.....۷۵	۳-۶-۵-۲- آزمون معنادار بودن ضرایب
.....۷۶	۳-۶-۶- نحوه جمع‌آوری و روش استفاده از داده‌ها
.....۷۹	۳-۶-۷- آزمون والد
.....۸۱	خلاصه فصل سوم
	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها
.....۸۳	۴-۱- مقدمه
.....۸۴	۴-۲- آمار توصیفی
.....۸۵	۴-۳- آمار استنباطی
.....۹۱	۴-۳-۱- آزمون فرضیه اول
.....۹۳	۴-۳-۲- آزمون فرضیه دوم
.....۹۵	۴-۳-۳- آزمون فرضیه سوم
.....۹۶	۴-۳-۳-۱- آزمون والد جهت تعیین محتوای اطلاعاتی RREV در فرضیه اول و سوم
.....۹۷	۴-۳-۴- آزمون فرضیه چهارم
.....۹۸	۴-۳-۴-۱- آزمون والد جهت تعیین محتوای اطلاعاتی RREV در فرضیه دوم و چهارم
.....۹۹	۴-۳-۵- آزمون فرضیه پنجم
.....۹۹	۴-۳-۵-۱- شرکت‌هایی که سود ناویژه بالا دارند ولی سود عملیاتی آنها پایین است (BL)
.....۱۰۰.۱	۴-۳-۵-۱-۱- آزمون والد جهت تعیین تأثیر ریسک نقدینگی برای شرکت‌های طبقه BL
.....۱۰۰.۲	۴-۳-۵-۲- شرکت‌هایی که سود ناویژه و همچنین سود عملیاتی پایینی دارند. (SL)
.....۱۰۰.۴	۴-۳-۵-۲-۱- آزمون والد جهت تعیین تأثیر ریسک نقدینگی برای شرکت‌های طبقه SL

.....۱۰۴	۳-۵-۳-۴- شرکت‌هایی که سود ناویژه و همچنین سود عملیاتی بالایی دارند. (BH)
.....۱۰۶	۳-۵-۳-۱- آزمون والد جهت تعیین تأثیر ریسک نقدینگی برای شرکت‌های طبقه BH
.....۱۰۷	۳-۵-۴- شرکت‌هایی که سود ناویژه پایینی دارند ولی سود عملیاتی آنها بالا است. (SH)
.....۱۰۹	۳-۵-۳-۱- آزمون والد جهت تعیین تأثیر ریسک نقدینگی برای شرکت‌های طبقه SH
.....۱۰۹	۳-۵-۴- آزمون والد جهت مقایسه ۲ طبقه SH نسبت به SL و همچنین BH نسبت به BL

خلاصه فصل چهارم

فصل پنجم : نتیجه‌گیری

.....۱۱۲	۵- ۱- مقدمه
.....۱۱۳	۵- ۲- نتایج تحقیق
.....۱۱۴	۵- ۲- ۱- نتایج فرضیه اول
.....۱۱۴	۵- ۲- ۲- نتایج فرضیه دوم
.....۱۱۴	۵- ۲- ۳- نتایج فرضیه سوم
.....۱۱۵	۵- ۲- ۴- نتایج فرضیه چهارم
.....۱۱۶	۵- ۲- ۴- نتایج فرضیه پنجم
.....۱۱۹	۵- ۳- بحث پیرامون نتایج کسب شده
.....۱۲۰	۵- ۴- پیشنهادهای تحقیق
.....۱۲۰	۵- ۴- ۱- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق
.....۱۲۱	۵- ۴- ۲- پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی
.....۱۲۲	خلاصه فصل پنجم

منابع و مأخذ..... ۱۲۳

پیوست‌ها

.....۱۳۴	پیوست ۱
.....۱۳۶	پیوست ۲

چکیده:

در تحقیق حاضر با توجه به اهمیت رابطه بین ریسک و بازده، تأثیر عدم نقدشوندگی و نابهنجاری های بازار مالی شامل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت گردش مالی و اثر شتاب بر بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. در راستای این هدف تعداد ۶۸ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۵ ساله ی مورد تحقیق (۸۹-۸۵) در مورد آن ها قابل دسترسی بود، انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه ها از تکنیک های آماری رگرسیون ساده و چند متغیره بهره گرفته شده است. آزمون معنی دار بودن الگوها با استفاده از آماره های F و T صورت گرفت. نتایج تحقیق نشان داد، که بین اندازه شرکت، نسبت گردش مالی و اثر شتاب با بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد، ولی رابطه ای منفی بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده سهام وجود دارد. از طرف دیگر نتایج از برتری نسبی شرکت های قرار گرفته در دسته دوم، یعنی آن دسته از شرکت هایی که سود ناویژه پایینی دارند ولی سود عملیاتی آن ها بالا است، نسبت به مابقی دسته ها حکایت می کند.

کلمات کلیدی: اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت گردش مالی، اثر شتاب، بازده مقطعی سهام، ریسک نقدینگی

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱ مقدمه

تبادل بین ریسک و بازده یکی از مهم‌ترین موضوع‌های است که همیشه مدنظر قرار گرفته است. افرادی که در پی مدیریت پورتهوی، بودجه بندی سرمایه‌ای یا داد و ستد اوراق بهادار هستند، همیشه به ارتباط بین ریسک و بازده توجه داشته‌اند.

یکی از عوامل موثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آنها است. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها حائز 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؟ این موضوع تبلور ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هرچقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد. نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد. اوراق بهاداری که در بورس مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند، می‌تواند دال بر سرعت نقدشوندگی آنها باشد. در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد. نسبت عدم نقدشوندگی نشان‌دهنده میزان حساسیت قیمت سهم در مقابل تغییرات هر واحد در حجم معامله آن روز است. عدم نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم تغییرات زیادی داشته باشد.

اهمیت رابطه ریسک و بازده و فقدان الگوی کامل و مورد پذیرش اهل فن موجب شده است تا پژوهشگران زیادی بخش عمده‌ای از تحقیقات خود را به این موضوع اختصاص دهند. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ریسک نقدینگی و نابهنجاری های بازار مالی بر بازده مقطعی سهام می باشد. این نابهنجاری ها عبارتند از: اندازه شرکت، نسبت گردش مالی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار.

ژانگ، تیان و ویرجانتو^۱ (۲۰۰۷)، معتقد هستند که نقش عامل نقدشوندگی در ارزش گذاری دارایی-ها حایز اهمیت است، زیرا سرمایه گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آن ها وجود دارد یا خیر؟ شواهد تجربی نیز نشان می دهند که عامل نقدشوندگی در تصمیم گیری ها نقش مهمی را ایفا می نماید، اما به رغم مطالعات بسیاری که در این زمینه از سوی پژوهشگران صورت گرفته است، هیچ یکنواختی در انتخاب معیار قابل قبول از نقدشوندگی بازار وجود ندارد.

۱-۲- بیان مسئله

بورس اوراق بهادار به عنوان نماد بازار سرمایه، تأثیرپذیری زیادی از چرخه های اقتصادی دارد. مدیران سرمایه گذاری، مدیران پرتفوی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به معاملات سهام و سایر دارایی های مالی می پردازند، برای حفظ و افزایش ارزش سبد سرمایه گذاری های خود نیاز به بررسی عوامل مختلف مؤثر بر بازده پرتفوی دارایی های مالی خود تحت شرایط مختلف اقتصادی دارند (تهرانی، ۱۳۸۳: ۵).

از این رو پژوهشگرانی مانند شارپ^۲ (۱۹۶۴)، لیتنر^۳ (۱۹۶۵)، ماسین^۴ (۱۹۶۶)، بلک و همکاران^۵ (۱۹۷۲) و فاما و مک بث^۶ (۱۹۷۴) از سال ها پیش در جستجوی عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام بوده اند و یکی از مهمترین و گسترده ترین پژوهش های بازارهای مالی تشریح رفتار بازده سهام بوده است (باقرزاده، ۱۳۸۴: ۲۸).

بازده آتی سهام می تواند به عوامل مختلفی بستگی داشته باشد. چنانچه متغیری توانایی پیش بینی بازده سهام را داشته باشد، آن متغیر باید نمایانگر چند عامل که در بازده آتی سهام نقش دارند، باشد. بنابراین اگر چند متغیر که هر یک به تنهایی توانایی پیش بینی بازده سهام را دارند، در یک مدل برای پیش بینی بازده

^۱ Zhang, Tian & Wirjanto

^۲ Sharpe

^۳ Lintner

^۴ Mossin

^۵ Black

^۶ Fama and McBeth

سهام به‌کار ببریم، می‌توانیم به پیش‌بینی بهتری دست یابیم. زیرا از عوامل بیشتری که به بازده آتی سهام مربوط می‌شوند، در امر پیش‌بینی استفاده می‌کنیم (میرزائی، ۱۳۸۰: ۴).

بنابراین مدل‌هایی برای پیش‌بینی بازده سهام به وجود آمد. یکی از معروفترین این مدل‌ها مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۱ (CAPM) است.

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، اولین مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بود، که توسط شارپ (۱۹۶۴)، لیتنر (۱۹۶۵) و ماسین (۱۹۶۶) ارائه شد. طبق این مدل ریسک سیستماتیک (β)، تنها متغیر تأثیرگذار بر بازده اوراق بهادار معرفی شد. اما نتایج تحقیقات دو دهه گذشته در آمریکا و ژاپن حاکی از این است، که مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، توانایی لازم برای پیش‌بینی بازده سهام را ندارد. این نتایج نشان می‌دهد متغیرهایی از قبیل اندازه شرکت، نسبت قیمت به سود سهام (P/E)، نسبت جریان نقدی به قیمت سهام (C/P) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^۲ (B/M)، بازده سهام را بسیار بهتر از ضرایب β در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پیش‌بینی می‌کند (باقرزاده، ۱۳۸۴).

برای نمونه بنز^۳ (۱۹۸۱) و رینگانوم^۴ (۱۹۸۱) دریافتند، که اندازه (ارزش بازار شرکت) اثری قابل ملاحظه بر بازده سهام دارد و شرکت‌های با اندازه کوچک‌تر، بازدهی بیشتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر کسب می‌نمایند.

هم‌چنین رزنبرگ^۵ و همکاران (۱۹۸۵) نشان دادند، که سهم‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش - بازار بالا به صورت معنی‌داری بازدهی‌های بالاتری نسبت به سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین دارند.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲) در مقاله خود نشان دادند، که اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار متغیرهایی هستند که قویترین رابطه را با بازده دارند. هنگامی که این دو متغیر در رگرسیون وارد می‌شوند، قدرت توضیح‌دهندگی سایر متغیرها ناپدید می‌شود.

^۱ Capital Asset Pricing Model

^۲ Book Value /Market Value

^۳ Banz

^۴ Reinganum

^۵ Rozenberg et al

تیتمن ۱ و همکارانش (۱۹۹۳) به این نتیجه رسیدند که سهام شرکت‌هایی که طی ۳ تا ۱۲ ماه گذشته دارای بازدهی بالایی بوده‌اند، در دوره‌های آتی، دارای روند معکوس بوده و بازدهی پایینی داشته‌اند. آنها این یافته را تحت عنوان اثر شتاب^۲ معرفی کردند.

هدف اصلی این تحقیق، بررسی مدل بازده مقطعی سهام همراه با عامل ریسک نقدینگی بازار در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی اینکه آیا این مدل می‌تواند نابهنجاری‌های بازار مالی را به‌دست آورد یا خیر می‌باشد. ما می‌خواهیم به بررسی و آزمون این مورد بپردازیم که آیا بازده‌های مقطعی می‌تواند به‌وسیله-ی عواملی مثل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ گردش و بازده‌های تاریخی (شتاب) توصیف شوند، زمانی که عامل ریسک نقدینگی در بازار در نظر گرفته شود. به طور خاص، آیا عامل ریسک نقدینگی، که با روش پاستور و استامبا ف (۲۰۰۳) محاسبه می‌گردد، بازده‌های مقطعی سهام را توصیف می‌نماید. هدف دیگر این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت هزینه بر رابطه بین بازده تاریخی و بازده مقطعی سهام با در نظر گرفتن ریسک نقدینگی بازار است. بنابراین به‌طور کلی اهداف در این تحقیق بررسی ۳ سؤال زیر می‌باشد:

۱. آیا عوامل خاص شرکت (اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نرخ گردش) بازده‌های سهام در بورس اوراق بهادار تهران را با و بدون در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار توصیف می‌کند؟
۲. آیا بازده تاریخی (گذشته) یا شتاب بازده‌های سهام در بورس اوراق بهادار تهران را با و بدون در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار توصیف می‌کند؟
۳. آیا مدیریت هزینه‌ها بر رابطه بین بازده تاریخی و بازده مقطعی سهام با در نظر گرفتن ریسک نقدینگی بازار مؤثر است؟

۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق

سابقه اندک فعالیت بورس اوراق بهادار تهران و نیاز به تشکیل بازار سرمایه‌ای کارآمد، انجام تحقیق در رابطه با ابعاد مختلف بازار را ضروری می‌گرداند. با توجه به اینکه شروع تحقیقات تخصصی در رابطه با ریسک نقدینگی به اواسط دهه هشتاد میلادی باز می‌گردد، ولی همچنان در زمینه مالی به‌عنوان یک موضوع بحث برانگیز، قابل توجه است.

^۱ Titman

^۲ Momentum effects

اهمیت این موضوع زمانی بیشتر می شود که بدانیم با وجودی که عمر تحقیقات در این زمینه کم است، اما سرمایه گذاران همواره این مسئله را مد نظر داشته و دارند. هر جا دارایی چه مالی و چه غیر مالی خریداری می شود، افراد معمولاً به طور ضمنی این موضوع را در نظر می گیرند که اگر بخواهند زمانی دارایی خود را به فروش برسانند به خصوص اگر زمانی به اضطرار مجبور به فروش دارایی خود شوند، آیا بازار مناسبی برای آن وجود خواهد داشت؟ از این رو در این پژوهش اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت گردش مالی و اثر شتاب با بررسی تأثیر آنها بر بازده سهام، مورد آزمون قرار خواهد گرفت و این آگاهی را در اختیار سرمایه گذاران قرار می دهد که بتوانند با استفاده از نتایج حاصل از این پژوهش علمی، به انجام سرمایه گذاری آگاهانه اقدام نمایند.

همچنین این آگاهی را به سرمایه گذاران اعم از اشخاص حقیقی و شرکت های سرمایه گذار، تحلیل گران مالی و سایر افراد و گروه های علاقمند به سرمایه گذاری در سهام شرکت ها می دهد که با تجزیه و تحلیل متغیرهای تأثیر گذار بر بازده سهام اقدام به سرمایه گذاری و ارزش گذاری سهام شرکت ها نموده و تمرکز خود را تنها به یکی از متغیرهای مالی محدود نمایند.

۱-۴- اهداف کلی تحقیق

یکی از عوامل مؤثر بر نقدینگی بازارها، توسعه بازار سرمایه و تعداد افراد فعال در بازار و حجم گردش سهام در بازار است. وجود خیل سرمایه گذاران و حجم گردش بالاتر سهام، منجر به بهبود نقدینگی بازار می گردد و باعث می شود که بازار کمتر تحت تأثیر نوسان های مقطعی قرار گیرد و از ثبات بالاتری برخوردار باشد. بالطبع، ریسک نقدینگی بازار بر بازده سهام شرکت ها و سرعت فرایند آربیتراژ بازار مؤثر است و نابهنجاری های بازار را تعدیل خواهد نمود. نتایج تحقیق در این زمینه، بستگی به ساختار بازار سرمایه هر کشور دارد و بررسی آثار متقابل این متغیرها (ریسک نقدینگی بازار، بازده مقطعی سهام و نابهنجاری های بازار) بر هم، حایز اهمیت است و به بهبود رفتارهای سرمایه گذاری و شناخت بهتر ویژگی های بازار کمک می نماید و در اصلاح الگوهای رفتاری سرمایه گذاران و تصمیم سازی بهتر سودمند می باشد. هدف اصلی در این تحقیق بررسی مدل بازده مقطعی سهام همراه با عامل ریسک نقدینگی بازار، در بازار بورس اوراق بهادار تهران است و بررسی اینکه آیا این مدل توان توصیف نابهنجاری های بازار مالی را دارد یا خیر؟ ما می خواهیم به بررسی و آزمون این مورد بپردازیم که آیا بازده های مقطعی می تواند به وسیله ی عواملی مثل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ گردش و بازده های تاریخی (شتاب قیمت سهام)، زمانی که عامل ریسک نقدینگی در بازار در نظر گرفته شود، توصیف شوند برای رسیدن به

این هدف، ما عامل ریسک نقدینگی را با استفاده از روش پاستور و استامباغ^۱ (۲۰۰۳) به دست آورده و برای آزمون مدل از رویکرد چوردیا و اورامو^۲ (۲۰۰۶) استفاده می‌کنیم. هدف ما بررسی ۳ مورد زیر می‌باشد:

۱. عوامل خاص شرکت (اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نرخ گردش) بازده‌های سهام در بورس اوراق بهادار تهران را با و بدون در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار توصیف می‌کند.

۲. بازده تاریخی (گذشته) یا شتاب بازده‌های سهام در بورس اوراق بهادار تهران را با و بدون در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار توصیف می‌کند.

۳. آیا مدیریت هزینه‌ها بر رابطه بین بازده تاریخی و بازده مقطعی سهام با در نظر گرفتن ریسک نقدینگی بازار مؤثر است؟

نتایج تحقیق حاضر، مورد استفاده تحلیل گران و قانون‌گذاران بازار سرمایه است و منجر به افزایش بینش و آگاهی سرمایه‌گذاران از شرایط بازار سرمایه ایران و بهبود تصمیم‌های اتخاذی از سوی آنان خواهد شد.

۱-۵- فرضیه‌های تحقیق و مبانی نظری فرضیه‌ها

فرضیه عبارت است از حدس، ظن، گمان یا توضیح آزمایش نشده پژوهشگر درباره رابطه بین دو یا چند متغیر، رفتار، پدیده یا واقعه معینی که به وقوع پیوسته یا هنوز اتفاق نیفتاده است (دلاور، ۱۳۸۴). در این جا دو محدودیت کلیدی در مورد نوشته‌های برجسته که ما را به این پژوهش ترغیب کرده است، وجود دارد: محدودیت اول، این که تنها یک مطالعه (Avramove & chordia, 2006)، از نقش عامل ریسک نقدینگی بازار در توضیح بازده‌های مقطعی سهام در مدلی که نابهنجاری‌های بازار مالی را در بر می‌گیرد، وجود دارد. از آنجایی که ریسک نقدینگی تأثیر زیادی در رفتار قیمت گذاری بازار دارد، در این پژوهش سعی بر آن شده تا از طریق کنترل این عامل و با توجه به نقش فرضیه، هم از بعد پوششش دادن به مسأله اصلی تحقیق و شمول چارچوب نظری موجود در خصوص موضوع تحقیق و هم از بعد ارتباط آن با روش آزمون آماری که سمت و سوی پژوهش را مشخص می‌نماید، ۲ فرضیه اول بصورت زیر و بدون در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی مطرح شود:

۱. بین عوامل خاص شرکت و بازده مقطعی سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲. بین بازده‌های تاریخی و بازده مقطعی سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

^۱ Stambaugh & Pastor

^۲ Chordia & Avramove

گسترش مطالعات در مورد نقش ریسک نقدینگی در رفتار قیمت گذاری، محدودیت‌هایی برای عملکرد بازار سهام به همراه خواهد داشت. تا کنون، هیچ مطالعه‌ای نقش عامل ریسک نقدینگی بازار را در تعیین بازده‌های مقطعی سهام، در مدلی که نابهنجاری‌های بازار مالی را در بر می‌گیرد، در نظر نگرفته است. نقش عامل ریسک نقدینگی بازار و در واقع سایر عوامل ریسک تأثیرات متفاوتی بر بازده مقطعی سهام دارند. این‌که آیا این تأثیرات وجود داشته باشد یا خیر، موضوع تجربی است که می‌بایست بررسی شود و نیاز به بیان کمی است. برای آزمون تأثیرات عامل ریسک نقدینگی بر بازده مقطعی سهام ما ۲ فرضیه زیر را پیشنهاد می‌دهیم:

۳. بین عوامل خاص شرکت و بازده مقطعی سهام، با در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۴. بین بازده‌های تاریخی و بازده مقطعی سهام، با در نظر گرفتن عامل ریسک نقدینگی بازار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

سرمایه‌گذاران برای تعیین پرتفوی سرمایه گذاری خود و تصمیم‌گیری جهت سرمایه گذاری به عواملی نظیر سود هر سهم (EPS)، سود عملیاتی و سود ناویژه شرکت‌ها توجه می‌کنند. هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها کسب بازدهی سهام بیشتر است. با توجه به اینکه به لحاظ تئوری سود عملیاتی و سود ناویژه با بازدهی سهام رابطه دارند در عمل ما را بر آن داشت که رابطه‌ی بین سود عملیاتی و سود ناویژه با بازدهی سهام در بورس تهران را مورد بررسی قرار دهیم. منطق پشتوانه چنین نظریه‌ای همان مفهوم ساده در بازارهای مالی است که شرکت‌هایی که در مدیریت هزینه موفق‌ترند سهام‌شان بیشتر مورد دادوستد قرار می‌گیرند. در ادامه به منظور بررسی گسترده‌تر و جامع‌تر تأثیر مدیریت هزینه‌ها بر رابطه بین بازده تاریخی و بازده مقطعی سهام با در نظر گرفتن ریسک نقدینگی بازار دسته‌بندی جدیدی را بر اساس مفهوم سود عملیاتی و سود ناویژه ایجاد می‌کنیم.

۵. مدیریت هزینه‌ها بر رابطه بین بازده تاریخی و بازده مقطعی سهام با در نظر گرفتن ریسک نقدینگی بازار مؤثر است.

۱-۶- قلمرو تحقیق

هر پژوهشی باید دارای قلمرو و دامنه مشخصی باشد، تا محقق در تمامی مراحل تحقیق، بر موضوع پژوهش احاطه کافی داشته باشد و بتواند نتایج حاصل از نمونه را به جامعه تعمیم دهد.

۱-۶-۱ - قلمرو موضوعی

این تحقیق به بررسی تأثیر ریسک نقدینگی و نابهنجاری ها بازار مالی بر بازده مقطعی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۱-۶-۲ - قلمرو زمانی

دوره زمانی مورد نظر برای جمع آوری داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ که یک دوره پنج ساله است، می‌باشد.

۱-۶-۳ - قلمرو مکانی

قلمرو مکانی این تحقیق جهت تعیین جامعه آماری، انتخاب نمونه، جمع آوری اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۷ - تعریف اصطلاحات و واژه‌ها

یک سری واژه‌ها در متن این تحقیق به کار برده شده‌اند که در طول قسمت تئوریک تحقیق تعریف و تکرار می‌شوند. اما ابتدا برای روشن شدن موضوع و فرضیه‌ها ارائه یک تعریف مختصر از هر کدام ضروری به نظر می‌رسد. در این قسمت تعاریف عملیاتی واژگان بازده سهام، اندازه شرکت، نسبت ارزش - دفتری به ارزش بازار، اثر شتاب و پرتفلیو ارائه می‌شود.

بازده سهام: عبارت است از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین. به سرمایه‌ای که برای به‌دست آوردن فایده در ابتدای دوره مصرف گردیده است (دستگیر و خدایبنده، ۱۳۸۲).

اثر شتاب: سهام‌هایی که در طول سه تا دوازده ماه گذشته بازده‌های بالایی داشته‌اند، بازده آن‌ها در دوره‌های بعدی کاهش می‌یابد. (Titman et al, 1993)

پرتفوی: در معنی اخص عبارتست از مجموعه اوراق بهاداری که توسط سرمایه‌گذار یا بانک و سایر موسسات مالی نگهداری می‌شوند. در مدیریت سرمایه‌گذاری، پرتفوی ترکیب دو یا چند سرمایه‌گذاری منفرد که بازده آن‌ها با یکدیگر همبستگی مثبت و کامل نداشته باشند تعریف می‌گردد. تعریف دیگر پرتفوی عبارتست از مجموعه‌ای از سهام عادی، اوراق قرضه و سایر دارایی‌های بازار که در تملک سرمایه‌گذار باشد (دستگیر و خدایبنده، ۱۳۸۲).

ریسک بازار: ریسک بازار یا ریسک سیستماتیک شدت تغییرات بازدهی سهم مورد نظر نسبت به بازار است (همان منبع).

ریسک نقدینگی: احتمال تبدیل به نقد سهام در زمان مورد نظر، در قیمت مناسب، طی مدت مناسب و با هزینه متعارف را ریسک نقدینگی یا نقد شوندگی می‌گویند. برای اندازه‌گیری عامل ریسک نقدینگی بازار در این پژوهش از تحقیقات تجربی پاستور و استامباغ (۲۰۰۳) استفاده می‌کنیم (Pastor & Stambagh, 2003). مدیریت هزینه: فنون مدیریت مورد استفاده در امر مربوط به هزینه (قیمت‌گذاری، بر آورد هزینه، ...) و کنترل آن (ناظمی، ۱۳۸۴).

ساختار تحقیق:

در این فصل با ارائه مواردی از قبیل مساله پژوهش، اهمیت و کاربرد موضوع پژوهش، هدف، فرضیه و قلمرو پژوهش، همچنین تعریف اصطلاحات و واژه‌ها کلیاتی در رابطه با موضوع پژوهش ارائه شد. مواردی که در فصول آتی به آن‌ها پرداخته شده از این قرار است:

فصل دوم به مبانی نظری پژوهش اختصاص یافته است. در آن فصل پس از تشریح مبانی نظری پژوهش حاضر، به برخی از پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش ارائه شده است.

فصل سوم، به روش شناختی پژوهش مربوط می‌شود. در فصل سوم برای دستیابی به هدف پژوهش و پاسخ به سوال پژوهش، فرضیه‌های پژوهش تدوین و ارائه شده است. در ادامه، جامعه آماری، نمونه آماری مناسب و در نهایت روش آماری مناسب برای آزمون فرضیه‌ها بیان شده است. اطلاعات مربوط به جمع‌آوری داده‌ها و نتایج حاصل از اجرای روش پژوهش با استفاده از نرم افزار آماری مناسب، مواردی است، که در فصل چهارم به آن اشاره شده است. در نهایت فصل پنجم و به بیانی فصل آخر این پژوهش به بیان نتیجه‌گیری کلی از آزمون فرضیه‌ها و مقایسه نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های مشابه اختصاص یافته است. البته در پایان این فصل محدودیت‌های پژوهش حاضر نیز بیان شده و پیشنهادهایی نیز برای پژوهشگران آتی و استفاده‌کنندگان از این پژوهش ارائه شده است.

فصل دوم

مروری بر تحقیقات انجام شده

۲-۱- مقدمه

انجام هر پژوهش علمی بر پایه ها، ارکان و نتایج مطالعات و پژوهش های پیشین استوار است و هر قدر تعداد ارتباط ها و پیوندهای ممکن یک مطالعه با مطالعات پیشین بیشتر باشد اهمیت و سهم آن مطالعه در بسط دانش آدمی بیشتر خواهد بود. لذا در این فصل سعی بر آن است، مرتبط ترین دستاوردهای پژوهش-های پژوهشگران قبلی مورد شناسایی قرار گیرد تا مشخص شود پژوهشگران پیشین تا چه حد مسئله پژوهش حاضر را بررسی کرده اند و به عبارت دیگر چه ابعادی از مسئله پژوهش حاضر را مورد بررسی قرار داده اند و چه ابعادی هنوز بررسی نشده است.

۲-۲- تصمیم گیری در بازارهای اوراق بهادار

در بازار سرمایه انگیزه های زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد. عده ای از افراد به منظور کسب پرستیژ، و عده ای دیگر برای در دست گرفتن کنترل شرکت، سرمایه گذاری می کنند. ولی انگیزه اصلی اکثر

سرمایه‌گذاران به کسب بازده و منفعت بر روی سرمایه گذاریشان بر می‌گردد. لذا یکی از معیارهای مهم تصمیمات سرمایه‌گذاری، بازده سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی همواره متوجه نوعی ریسک و عدم اطمینان است که هم بازده و هم اصل سرمایه را تهدید می‌کند (خرمدین، ۱۳۸۶، ص ۸).

از این رو ضروری است که در کنار مخاطره و بازده عامل دیگری را در نظر بگیریم که به مخاطره و ریسک معروف است. سرمایه‌گذاران خواهان بازده هستند در حالی که از ریسک گریزانند. برای فهم بیشتر این موضوع در آینده به شرح مفاهیم ریسک و بازده و چگونگی اندازه‌گیری آنها و رابطه این دو با هم می‌پردازیم.

فرانسیس (۱۹۴۸) معتقد است، سرمایه‌گذاری یک نوع واگذاری پول است، که انتظار می‌رود پول اضافی بدنبال داشته باشد. هر سرمایه‌گذاری یک درجه‌ای از ریسک را در بر دارد که مستلزم از دست دادن آن پول در زمان حال، برای به‌دست آوردن منافع نامطمئن آتی است. بازده در حقیقت منفعت خالص حاصل از سرمایه‌گذاری است (همان منبع).

۲-۳- بازده سهام

شرکت برای اینکه ثروت صاحبان سهام خود را به حد اکثر برساند باید به گونه‌ای عمل کند، که از مجموع دو رقم متعلق به سود پرداختی و افزایش قیمت سهام در بازار، مطلوب ترین ترکیب به‌دست آید. اگرچه امکان دارد دست شرکت در تعیین سیاست تقسیم سود، کاملاً باز باشد، ولی نمی‌تواند در قیمت سهام در بازار تأثیری داشته باشد، یعنی شرکت می‌تواند در مقدار و دفعاتی که سود سهم می‌پردازد اعمال نظر کند، ولی قیمت بازار سهام شرکت به روابط متقابل خریداران و فروشندگان سهام در بازار بستگی دارد.

قیمت سهام شرکت به دو عامل بستگی دارد: قدرت سودآوری شرکت و درجه عدم اطمینان (ریسک) نسبت به دریافت سودهای آتی.

پس یکی از اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک سرمایه‌گذاری مربوطه است. زیرا بازده بدون ریسک امکان‌پذیر نیست و از این جهت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر پایه درک و تنظیم ریسک و بازده مورد انتظار بنا می‌شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶).