

بررسی تاثیر اعتبار تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام

هدی حسینی طالقانی^۱، حسین گائینی^{۲*}

^۱ دکتری مهندسی مالی، دانشگاه تهران، تهران، ایران

^۲ دکتری مهندسی مالی، دانشگاه تهران، تهران، ایران

چکیده

اعتبار تجاری نقش اساسی در فعالیتهای تجاری هر شرکت دارد و نشان دهنده میزان اعتماد تامین کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت است و یک ابزار مالی کوتاه مدت محسوب می شود. مطابق با ادبیات پژوهش، اعتبار تجاری می تواند منجر به کاهش ریسک سقوط قیمت سهام گردد. بر این اساس، این مطالعه با هدف بررسی تاثیر اعتبار تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام انجام گردید. جامعه آماری در این مطالعه، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشند که ۹۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ بعنوان نمونه آماری انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل داده ها توسط رگرسیون داده های ترکیبی و نرم افزار Eviews11 انجام شد. نتایج تخمین مدل اول نشان داد که اعتبار تجاری و پوشش رسانه ای ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می شوند. همچنین نتایج تخمین مدل دوم نشان داد که اعتبار تجاری و تمرکز مشتری ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می شوند.

واژه های کلیدی: اعتبار تجاری، ریسک سقوط قیمت سهام.

۱- مقدمه

سرمایه گذاری یکی از مهم ترین مباحث مطرح در اقتصاد همه کشورهاست که برای افراد حقیقی و مسئولان کلان کشورها از اهمیت بالایی برخوردار است. سرمایه گذاری، انتخاب دارایی ها برای نگهداری و کسب عایدی بیشتر به منظور رفاه بیشتر در آینده است. به همین دلیل در دهه های اخیر، توسعه بازارهای مالی و ارائه ابزارهای نوین آن در جذب سرمایه بیشتر یکی از راهکارهای مناسب در سطح بین المللی بوده است (کمپبل^۱ و همکاران، ۲۰۰۱). بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیلگران اقتصادی قرار گرفته است، به معنای یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت ها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاص انجام می شود. همچنین با ایجاد فضای رقابتی به عنوان ابزار اقتصادی، باعث می شود که شرکت های سود ده، بتوانند از طریق فروش سهام به تامین مالی بپردازند و برعکس، شرکت های زیان ده، به طور خودکار از بورس خارج شوند (مهرآرا و همکاران، ۱۳۹۲). فرآیند سرمایه گذاری به نحوه اقدام سرمایه گذاران در تصمیم گیری درباره انواع اوراق بهادار قابل داد و ستدی که باید در آنها سرمایه گذاری کنند، میزان و زمان آن مربوط می شود. روش های مختلفی برای فرآیند سرمایه گذاری مطرح شده است. یکی از روش ها شامل مراحل تعیین سیاست های سرمایه گذاری، انجام تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، تشکیل سبد سرمایه گذاری، تجدید نظر در سبد سرمایه گذاری و ارزیابی عملکرد سبد سرمایه گذاری می باشد. رویکرد دیگر در فرآیند سرمایه گذاری شامل دو بحث اصلی تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی است. تجزیه و تحلیل اوراق بهادار دربرگیرنده تخمین مزایای تک تک سرمایه گذاری هاست؛ در حالی که مدیریت پرتفوی شامل تجزیه و تحلیل ترکیب سرمایه گذاری ها و مدیریت و نگهداری مجموعه ای از سرمایه گذاری هاست (بیات و اسدی، ۱۳۹۷). سرمایه گذاران همواره به دنبال راه هایی برای بدست آوردن درآمدی مناسب از سرمایه گذاری شان هستند. قبل از سرمایه گذاری، هر فرد دو معیار را مدنظر قرار می دهد؛ سرمایه گذاری باید بازده احتمالی حداکثری را موجب شود و این بازده ثابت و مداوم باشد (چو^۲ و همکاران، ۲۰۱۹).

رخداد بحران های مالی اخیر در سطح جهان و به دنبال آن، ریزش یکباره قیمت سهام شرکت ها و متضرر شدن تعداد زیادی از سرمایه گذاران، توجه بسیاری از پژوهشگران را به موضوع سقوط قیمت سهام جلب نموده است. این موضوع که سرمایه گذاران در خرید اوراق بهادار در آینده ممکن است دچار زیان شوند، ضروری می سازد تا در کنار بازده عامل دیگری به نام ریسک در نظر گرفته شود (هائ^۳، ۲۰۲۰). ریسک یکی از موضوعات مهم در زمینه مدیریت مالی و سرمایه گذاری می باشد. سرمایه گذاران همواره از ریسک گریزانند و خواهان کسب بازده بیشتر هستند (مویجسون و ساتچل^۴، ۲۰۱۹). سهامداران و سرمایه گذاران نیاز دارند تا میزان حساسیت سهام دارایی های مالی خود را نسبت به ریسک بررسی کنند. رابطه ریسک و بازدهی در پژوهش ها کاربرد بسیار دارد. ریسک در زبان عرف عبارت است از احتمال خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه ای در آینده پیش می آید. هر چقدر این عدم اطمینان بیشتر باشد، گفته می شود که ریسک بالاتر است (طالب نیا و همکاران، ۱۳۹۴). اوراق قرضه و سهام دو نوع اصلی دارایی هستند که نقش مهمی در تخصیص دارایی ایفا می کنند. با در نظر گرفتن همبستگی های بازده سهام دارایی ها و دارایی های اوراق قرضه، سرمایه گذاران می توانند بهینه سازی سبد سهام، مدیریت ریسک و انتخاب

^۱ Campbell^۲ Chue^۳ Huh^۴ Muijsson & Satchell

ریسک را به میزان قابل توجهی بهبود بخشند (بانسال^۵ و همکاران، ۲۰۱۴؛ کانولی^۶ و همکاران، ۲۰۰۷؛ ۲۰۰۵؛ لین^۷ و همکاران، ۲۰۱۸؛ ساکاموتو^۸، ۲۰۱۸؛ هسو^۹ و همکاران، ۲۰۲۰). در این رابطه، بررسی و مطالعه سرمایه گذاران در جهت بهینه سازی بازده سهام با توجه به میزان ریسک و بازده آن انجام می‌شود. معمولاً فرض بر این است که سرمایه گذاران ریسک را دوست ندارند و از آن گریزانند و همواره در پی آن هستند تا در اقلامی از دارایی‌ها سرمایه گذاری کنند که بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشند. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران به بازده سرمایه گذاری به عنوان یک عامل مطلوب می‌نگرند و به واریانس بازده‌ها (ریسک) به عنوان یک عنصر نامطلوب نظر دارند (چو و همکاران، ۲۰۱۹).

شناسایی عواملی که به نوعی در تعیین ریسک سقوط سهام موثرند، در بورس اوراق بهادار بسیار حیاتی است؛ چرا که بورس ایران به دلیل جوان بودن، در معرض خطرات بسیاری است. یکی از این خطرها تمایل نداشتن سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در بازار سرمایه است. معمولاً یکی از مواردی که سرمایه گذاران به ویژه سرمایه گذاران ریسک گریز، در تصمیمات خود به آن توجه چندانی نمی‌کنند، احتمال زیان هنگفت ناشی از سقوط ناگهانی قیمت سهام است. بنابراین باید عواملی که بر ریسک سقوط قیمت سهام موثرند شناسایی گردند (اسدی و کاظمی، ۱۳۹۷).

یکی از عواملی که می‌تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام موثر باشد و آن را کاهش دهد، اعتبار تجاری است (لیو و هو^{۱۰}، ۲۰۱۹). اعتبار تجاری نقش اساسی در فعالیتهای تجاری هر شرکت دارد و نشان دهنده میزان اعتماد تامین کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت است و یک ابزار مالی کوتاه مدت محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای اعتبار تجاری خوب بدون پرداخت وجه نقد کالا و خدمات مورد نیاز خود را از تامین کنندگان دریافت می‌کنند و بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان با بررسی اعتبار تجاری شرکت اقدام به اعطای تسهیلات می‌نمایند (ونفنگ وو^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۱). به طور کلی سه نوع اعتبار وجود دارد:

(۱) اعتبار مصرفی که رسمی یا به طور غیررسمی از سوی موسسات مالی، مغازه داران و دیگران برای خرید کالاهای مصرفی در اختیار مردم عادی قرار می‌گیرد.

(۲) اعتبار تجاری که مثلاً عرضه کنندگان مواد اولیه به کارخانه داران و آنها نیز به عمده فروشان و خرده فروشان واگذار می‌کنند. در عمل تمام مبادلات در بخش‌های صنایع، خدمات و تجارت بر اساس اعتبار انجام می‌شود و بنگاه‌ها ممکن است بهره ناپذیری نیز برای تسویه حساب‌ها در مدت زمان مشخص بپردازند.

(۳) اعتبار بانکی یا وام و اضافه برداشت که بانک‌ها در اختیار مشتریان خود قرار می‌دهند یک نوع اعتبار است. اعتبار به تولید کننده امکان پر کردن خلأ زمانی بین تولید و فروش کالا و به مصرف کننده امکان مصرف پیش از دریافت درآمد را می‌دهد. اعتبارات بانکی و غیربانکی بخشی از عرضه پول را تشکیل می‌دهند و از اهمیت اقتصادی بسیاری برخوردارند. بنابراین دولت‌ها به هنگام افزایش قیمت‌ها برای مهار رشد تقاضا به محدود کردن اعتبارات یا اعمال سیاست انقباض اعتبارات روی می‌آورند.

^۵ Bansal

^۶ Connolly

^۷ Lin

^۸ Sakemoto

^۹ Hsu

^{۱۰} Liu & Hou

^{۱۱} Wenfeng Wu

مزیت اعتبار تجاری این است که نیازی نیست تا مشتری پولی برای دریافت کالا بپردازد و حساب بدهی یا پرداختی در ترازنامه مشتری ایجاد می‌شود و مشتری این پول را در آینده پرداخت می‌کند. در این خصوص می‌توان حساب‌های دریافتی را به عنوان جایگزین پول نقد در نظر گرفت. بنابراین اعتبار تجاری را می‌توان به عنوان ابزار سرمایه داری کوتاه مدت در نظر گرفت (طالب نیا و مهدوی، ۱۳۹۴).

اعتبار تجاری به دلیل آن که یک ابزار سرمایه گذاری است، منجر به افزایش سرمایه گذاری در بورس می‌شود که می‌تواند ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهد. بنابراین این مطالعه با هدف بررسی تاثیر اعتبار تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام انجام شده است.

ادبیات و پیشینه پژوهش

سقوط قیمت سهام به مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت و سطح بازار بستگی دارد که در قیمت سهام گنجانده شده است. حمایت از سرمایه گذار به عنوان عامل کلیدی که بر بازده سهام شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد، توجه بسیاری از محققان را به خود جلب نموده است. مورک^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۰) تاثیر محیط بازار را بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی نمودند و دریافتند مناطقی با حمایت بیشتر از سرمایه گذار و شفافیت اطلاعات بیشتر، ریسک سقوط قیمت سهام کمتری را نشان می‌دهند. فرناندز و فریرا^{۱۳} (۲۰۰۹) در مورد رابطه بین اجرای قانون اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام بحث نمودند و به این نتیجه رسیدند که اجرای این قانون با تغییرات بازده ویژه شرکت همراه است. حسن^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۴) تجربه چین را که دستخوش تغییرات نهادی چشمگیر است دنبال کردند و دریافتند که بهبود در حمایت از حقوق مالکیت، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

لی^{۱۵} و همکاران (۲۰۲۲) پژوهشی تحت عنوان آیا آزادسازی بازار سهام ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد؟ شواهدی از اتصال سهام شانگهای، هنگ کنگ انجام داده‌اند. نتایج این مطالعه نشان داد که آزادسازی بازار سهام به طور قابل توجهی ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

هو و یانگ^{۱۶} (۲۰۲۱) پژوهشی تحت عنوان سیگنال دهی سیاست و ریسک سقوط قیمت سهام: شواهدی از چین؛ انجام داده‌اند. بر اساس نتایج، ریسک سقوط قیمت سهام برای شرکت‌هایی در استان‌هایی که سیگنال‌های حمایت از سیاست صریح دارند، بالاتر است. علاوه بر این، سیگنالینگ حمایت از سیاست فشرده تر منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. لیو و هو (۲۰۱۹) در مطالعه‌ای تحت عنوان یا اعتبار تجاری ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد؟ شواهد از چین؛ نشان دادند شرکت‌هایی که اعتبار تجاری بیشتری دارند، ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تری را نشان می‌دهند و محتوای اطلاعاتی اعتبار تجاری در چین را تأیید می‌کنند. علاوه بر این، پوشش رسانه ای و تمرکز مشتری بر رابطه بین اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام اثر تعدیل کننده دارد. پوشش رسانه ای بیشتر ممکن است تاثیر اعتبار تجاری بر ریسک سقوط

^{۱۲} Morck

^{۱۳} Fernandes and Ferreira

^{۱۴} Hasan

^{۱۵} Li

^{۱۶} Hou & Yang

قیمت سهام را تضعیف کند، اما تمرکز بیشتر مشتری که گواه رابطه بلندمدت تامین کننده و مشتری است، افشای اطلاعات خاص شرکت اعتبار تجاری را تسهیل می کند و رابطه منفی بین اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام را تقویت می کند. فقیهی نیا (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام انجام داده اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق، بیانگر آن است که بین اعتبار تجاری با ریسک سقوط سهام و ریسک سقوط قیمت سهام معیار نوسان بازده هفتگی خاص رابطه ی منفی و معناداری وجود دارد.

اسدی و کاظمی (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان دهنده آن است که بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ همچنین متغیر جریان های نقد آزاد، نقش تعدیل کننده در رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام دارد. علاوه بر این، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری ندارد.

طالب نیا و مهدوی (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد انجام داده اند. نتایج این تحقیق نشان داد در سطح اطمینان ۹۰ که رابطه معکوس و معنی داری میان اعتبار تجاری شرکت ها و سطح نگهداشت وجه نقد آن ها وجود دارد، بطوریکه با افزایش اعتبار تجاری شرکت ها از سطح نگهداشت وجه نقد آن ها کاسته می شود. در این تحقیق همچنین نشان داده شد که میان عمق مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سطح نگهداشت وجه نقد آن ها رابطه معنی داری وجود ندارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از حیث هدف، کاربردی؛ و از لحاظ نحوه گردآوری داده ها، توصیفی از نوع همبستگی می باشد. جامعه آماری در این تحقیق، شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ می باشد. نمونه انتخابی این تحقیق شامل شرکت هایی می شود که دارای شرایط زیر باشند:

- (۱) شرکت هایی که سال تاسیس آنها قبل از سال ۱۳۹۶ باشند و نماد در این بازه بسته نشده باشد.
 - (۲) جزء بانک ها، بیمه ها، واسطه گری های مالی، شرکت های سرمایه گذاری، لیزینگ ها و هلدینگ ها نباشند.
 - (۳) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - (۴) شرکت ها وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.
 - (۵) اطلاعات آنها برای متغیرهای مورد بررسی کامل باشد.
- تعداد شرکت های بورس اوراق بهادار، تعداد شرکت های حذف شده از نمونه و تعداد شرکت های باقی مانده برای تحقیق حاضر در جدول (۱) آورده شده اند.

جدول (۱): مراحل انتخاب نمونه نهایی

تعداد شرکت ها	مراحل انتخاب نمونه نهایی
۴۵۸	کل شرکت های در دسترس و موجود در بورس
۹۰	شرکت های واسطه گری مالی سرمایه گذاری، بانک ها و بیمه

۹۸	شرکت هایی که پایان سال مالی غیر از ۲۹ اسفند ماه می باشد
۷۰	شرکت هایی که بیشتر از ۴ ماه وقفه معاملاتی دارند
۱۰۹	شرکت هایی که داده های ناقصی دارند و یا قبل از ۱۳۹۶ در بورس حضور نداشتند
۹۱	جامعه تعدیل شده (نمونه انتخابی)

مأخذ: سایت کدال

مطابق با جدول (۱)، تعداد ۹۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰ بعنوان نمونه آماری انتخاب گردیدند.

مدل و متغیرها

مدل های این تحقیق برگرفته از مقاله لیو و هو (۲۰۱۹) به صورت زیر می باشد:

$$\text{Synch}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TC}_{it} + \beta_2 \text{Media}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} \times \text{Media}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Synch}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TC}_{it} + \beta_2 \text{CC}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} \times \text{CC}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در مدل های فوق، متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر می باشند:

متغیر وابسته:

Synch: ریسک سقوط قیمت سهام؛ که برای اندازه گیری آن از معیار چولگی منفی بازده سهام استفاده شده است. در این خصوص ابتدا با استفاده از رابطه (۳) بازده ماهانه خاص شرکت اندازه گیری شده است:

$$W_{j,t} = \text{Ln}(1 + \varepsilon_{j,t}) \quad (3)$$

که در رابطه (۳)،

W_{jt} بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

ε_{jt} بازده باقیمانده سهام شرکت j در ماه t و عبارت است از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه (۴):

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j} r_{m,t-1} + \beta_{2,j} r_{m,t-2} + \beta_{3,j} r_{m,t} + \beta_{4,j} r_{m,t+1} + \beta_{5,j} r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

که در رابطه (۴)،

r_{jt} بازده سهام شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

r_{mt} بازده بازار در ماه t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می شود. سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۵) استفاده شده است:

$$NCSKEW_{j,t} = - \left(\frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum w_{j,i}^3}{(n-1)(n-2)(\sum w_{j,i}^2)^{\frac{3}{2}}} \right) \quad (5)$$

که در رابطه (۳)؛

NCSKEW: چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت j طی سال مالی t

W_{ji} : بازده ماهانه خاص شرکت j طی سال مالی t

N : تعداد ماه‌هایی که بازده آنها محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل:

TC: اعتبار تجاری؛ که توسط نسبت مجموع حساب‌ها و اسناد دریافتنی و پرداختنی تجاری به خالص دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

Media: پوشش رسانه‌ای؛ که قرار گرفتن مدیران در معرض رسانه‌های داخلی را نشان می‌دهد و به عنوان یک کانال جایگزین برای حاکمیت شرکتی عمل می‌کند و توسط لگاریتم طبیعی یک به اضافه تعداد گزارش‌ها در وبسایت و روزنامه‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

CC: تمرکز مشتری؛ که نشان دهنده مشتریان یا تامین کنندگان اصلی و متمرکز می‌باشند و توسط نسبت فروش شرکت به پنج مشتری برتر به کل فروش در سال اندازه‌گیری می‌شود.

متغیرهای کنترلی:

Size: اندازه شرکت؛ که توسط لگاریتم طبیعی دارایی‌های کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

Lev: اهرم مالی شرکت؛ که توسط نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛ که توسط تقسیم حاصلضرب قیمت پایانی سهام در تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران به ارزش دفتری جمع کل حقوق صاحبان سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

در مدل‌های رگرسیون (۱) و (۲)، متغیرهای پوشش رسانه‌ای و تمرکز مشتری در متغیر مستقل اعتبار تجاری ضرب شده‌اند تا اثر تعدیلگر این دو با هم بررسی شود.

در نهایت این دو مدل رگرسیون، توسط رگرسیون داده‌های ترکیبی در دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ و به کمک نرم افزار Eviews ۱۱ برآورد شدند.

یافته‌ها

یافته‌های توصیفی

جدول (۲) یافته‌های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین^{۱۷}، میانه^{۱۸}، بیشینه^{۱۹}، کمینه^{۲۰} و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار^{۲۱}، ضریب چولگی^{۲۲} و ضریب کشیدگی^{۲۳} است. بر اساس جدول (۲)، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی در بیشتر متغیرها بالا است که نرمال نبودن توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد.

جدول (۲): یافته‌های توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
Synch	-۰/۳۲۵۱	-۰/۲۱۵۴	۱/۶۵۸۱	-۲/۵۳۶۹	۰/۲۱۴	۰/۲۳۱	۳/۳۳۶
TC	۰/۱۱۲۵	۰/۱۰۲۳	۰/۵۶۳۲	۰/۰۱۲۵	۰/۰۱۲	۰/۰۲۳	۳/۰۱۲
Media	۳/۵۳۷	۳/۲۴۲	۹/۲۸۸	۱/۶۷۷	۱/۰۰۲	۳/۶۴۷	۱۹/۳۱۶
CC	۰/۳۶۲	۰/۳۳۰	۰/۷۳۶	۰/۰۸۰	۰/۱۶۰	۰/۵۲۱	۰/۲۹۳
Size	۱۳/۳۲	۱۳/۲۵	۲۲/۲۳	۹/۲۵	۰/۲۰۱۵	۲/۲۳۲	۵/۳۲۵
Lev	۰/۶۲۸	۰/۶۴۸	۰/۸۸۸	۰/۱۰۳	۰/۱۵۶	-۰/۸۰۹	۳/۶۳۲
MTB	۰/۴۳۷	۰/۳۷۸	۳/۹۹۶	-۱۶/۸۴۶	۰/۸۷۱	-۱۱/۷۶۴	۲۴۵/۷۹

ماخذ: یافته‌های پژوهش

یافته‌های استنباطی

پیش از تخمین رگرسیون، به منظور جلوگیری از رگرسیون کاذب در ابتدا باید از وضعیت مانایی متغیرها اطمینان حاصل شود. در مطالعه حاضر مانایی متغیرهای الگو از طریق آزمون ایم، پسران و شین^{۲۴} بررسی شده است. نتایج آزمون (جدول ۳) نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح، مانا بوده‌اند.

^{۱۷} Mean

^{۱۸} Median

^{۱۹} Maximum

^{۲۰} Minimum

^{۲۱} Standard Deviation

^{۲۲} Skewness

^{۲۳} Kurtosis

^{۲۴} Im, Pesaran & Shin

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره t در سطح	سطح احتمال	وضعیت مانایی
Synch	۳/۲۳	۰/۰۰	$I(0)$
TC	۵/۲	۰/۰۰	$I(0)$
Media	۲/۱۵	۰/۰۲	$I(0)$
CC	۲/۳۳	۰/۰۰	$I(0)$
Size	۲/۰۸	۰/۰۳	$I(0)$
Lev	۲/۰۳	۰/۰۳	$I(0)$
MTB	۲/۱۵	۰/۰۲	$I(0)$

ماخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه، جهت تعیین تلفیقی^{۲۵} بودن یا تابلویی^{۲۶} بودن داده‌ها در هر دو مدل، از آزمون F لیمر استفاده گردید. مقدار آماره F در مدل‌های اول و دوم به ترتیب برابر ۱/۱۵۱ و ۱/۰۱۲ و سطح احتمال آنها به ترتیب برابر ۰/۱۸ و ۰/۲۷ می‌باشد. بنابراین در سطح معنی‌داری ۵ درصد فرضیه صفر مبتنی بر تلفیقی بودن داده‌ها (پول دیتا) در هر دو مدل پذیرفته می‌شود. از آنجا که داده‌ها تلفیقی هستند نیازی به آزمون هاسمن^{۲۷} نیست. جهت بررسی نرمال بودن اجزاء خطا از آزمون جارك برا^{۲۸} استفاده شد. مقدار آماره و سطح احتمال در آزمون جارك برا در مدل اول به ترتیب برابر ۰/۹۶ و ۰/۶۳ و در مدل دوم به ترتیب برابر ۰/۹۸ و ۰/۶۲ بدست آمده است که حاکی از نرمال بودن اجزاء خطا می‌باشد. همچنین همسانی واریانس توسط آزمون بروش پاگان^{۲۹} آزمون شد. آماره آزمون و سطح احتمال در آزمون بروش پاگان در مدل اول به ترتیب برابر ۵۲۰۰/۹۵ و ۰/۰۰ و در مدل دوم به ترتیب برابر ۶۰۹۹/۳۱ و ۰/۰۰ بدست آمده است که حاکی از واریانس ناهمسانی در مدل می‌باشد. جهت رفع مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS^{30}) برای برآورد مدل‌ها استفاده گردید. نتایج آزمون‌های F لیمر، جارك برا و بروش پاگان در هر دو مدل در جدول (۴) ارائه شده است.

^{۲۵} Pooling Data

^{۲۶} Panel Data

^{۲۷} Hausman

^{۲۸} Jarque-Bera

^{۲۹} Breusch-Pagan

^{۳۰} Generalized Least Squares

جدول (۴): نتایج آزمون‌های F لیمر، جاک برا و بروش پاگان

مدل اول			مدل دوم		
نوع آزمون	آماره آزمون	سطح احتمال	نتیجه	سطح احتمال	نتیجه
F لیمر	۱/۱۵۱	۰/۱۸	پول دیتا	۰/۲۷	پول دیتا
جاک برا	۰/۹۶	۰/۶۳	نرمال است	۰/۶۲	نرمال است
بروش پاگان	۵۲۰۰/۹۶	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس

ماخذ: یافته‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های تشخیصی، برآورد مدل‌های اول و دوم به ترتیب مطابق با جدول‌های (۵) و (۶) انجام شد. بر اساس نتایج تخمین مدل اول، متغیرهای Size و MTB در سطح احتمال ۵ درصد معنادار نیستند. ضریب متغیرهای اعتبار تجاری، پوشش رسانه‌ای، ضرب اعتبار تجاری و پوشش رسانه‌ای به ترتیب برابر ۰/۰۰۵۲، ۰/۰۰۷۱- و ۰/۰۳ بدست آمده است. بنابراین اعتبار تجاری و پوشش رسانه‌ای ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند.

بر اساس نتایج تخمین مدل دوم، متغیرهای Size و MTB در سطح احتمال ۵ درصد معنادار نیستند. ضریب متغیرهای اعتبار تجاری، تمرکز مشتری، ضرب اعتبار تجاری و تمرکز مشتری به ترتیب برابر ۰/۰۶۲، ۰/۰۱۱- و ۰/۲۶۰ بدست آمده است. بنابراین اعتبار تجاری و تمرکز مشتری ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل رگرسیون (مدل اول)

نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۹۰۷	۶/۵۷۲	۰/۰۰
TC	-۰/۰۰۵۲	-۲/۰۷۳	۰/۰۴
Media	-۰/۰۰۷۱	-۲/۰۵	۰/۰۴
TC×Media	۰/۰۳	۲/۶۷	۰/۰۰
Size	-۰/۰۰۴	-۰/۴۵۳	۰/۶۵
Lev	-۱/۳۵۴	-۲۳/۸۳۹	۰/۰۰
MTB	۰/۰۴۲	۰/۲۹۳	۰/۷۶
آماره F	۷/۲۸		
DW	۲/۲۹		
R ^۲	۰/۷۲		

ماخذ: یافته‌های پژوهش

جدول (۶): نتایج تخمین مدل رگرسیون (مدل دوم)

نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال
عرض از مبدا	۰/۹۰۳	۶/۸۵۸	۰/۰۰
TC	-۰/۰۶۲	-۲/۷۸۰	۰/۰۰
CC	-۰/۰۱۱	-۲/۳۶۹	۰/۰۲
TC×CC	۰/۲۶۰	۲/۳۶۲	۰/۰۲
Size	-۰/۰۰۴	-۰/۴۹۴	۰/۶۲
Lev	-۱/۳۴۸	-۲۴/۷۱۲	۰/۰۰
MTB	۰/۰۰۶۶	۰/۰۴۸	۰/۹۶
آماره F	۷/۵۱۲		
DW	۲/۳۰		
R ^۲	۰/۷۳		

ماخذ: یافته‌های پژوهش

نتیجه گیری و بحث

اعتبار تجاری نقش اساسی در فعالیتهای تجاری هر شرکت دارد و نشان دهنده میزان اعتماد تامین کنندگان و اعتباردهندگان به شرکت است و یک ابزار مالی کوتاه مدت محسوب می‌شود. مطابق با ادبیات پژوهش، اعتبار تجاری می‌تواند منجر به کاهش ریسک سقوط قیمت سهام گردد. بر این اساس، این مطالعه با هدف بررسی تاثیر اعتبار تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام انجام گردید.

نتایج تخمین مدل اول نشان داد که اعتبار تجاری و پوشش رسانه‌ای ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند. همچنین نتایج تخمین مدل دوم نشان داد که اعتبار تجاری و تمرکز مشتری ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهند؛ اما هنگامی که این دو متغیر با یکدیگر بکار بروند، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند.

بنابراین اعتبار تجاری به دلیل آن که اعتماد تامین کنندگان و سرمایه گذاران را برای سرمایه گذاری در شرکت افزایش می‌دهد، آنان را ترغیب به خرید سهام نموده و لذا ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد. در صورتی که مدیران در معرض رسانه‌ها باشند و گزارش‌های هیات مدیره در رسانه‌ها و روزنامه‌ها قرار گیرد، به دلیل افشای بیشتر گزارشگری صورت‌های مالی و افزایش اعتماد سرمایه گذاران، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش خواهد یافت. از سوی دیگر، در صورتی که تمرکز مشتریان بیشتر باشد، به عبارت دیگر، بیشتر فروش شرکت برای مشتریان برتر باشد، به دلیل آن که مشتریان ثابت و برتر خرید بیشتری از شرکت دارند، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش خواهد یافت.

اما هنگامی که اعتبار تجاری در کنار پوشش رسانه‌ای و تمرکز مشتری قرار گیرد، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام خواهد شد. علت آن می‌تواند این باشد که پوشش رسانه‌ای و تمرکز مشتری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در جهت افشای صحیح صورت‌های مالی و خریده‌های بیشتر مشتریان نیست و لذا اعتبار تجاری نمی‌تواند از این دو عامل نقشی بپذیرد.

بنابراین زمانی که وام گیرندگان کمتر تحت نظارت رسانه‌ای قرار می‌گیرند، طلبکاران انگیزه بیشتری برای نظارت بر شرکت‌ها دارند. در این حالت، پوشش رسانه‌ای بیشتر ممکن است نقش افشای اطلاعات اعتبار تجاری را مهار کند. همچنین در مورد تمرکز مشتریان نیز این امر صدق می‌کند.

بر اساس نتایج بدست آمده پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها برای افزایش اعتبار تجاری و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، نسبت به افشای بیشتر اطلاعات حسابداری اقدام نمایند و از این طریق اعتبار تجاری شرکت را برای افزایش اعتماد سرمایه گذاران افزایش دهند.

برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود نقش تعدیلگر بازده دارایی‌ها و اعتبار تجاری در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود متغیرهای موثر بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام توسط روش تحقیق کیفی شناسایی شوند و سپس توسط روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره از نظر اهمیت رتبه بندی گردند.

منابع

۱. اسدی، غلامحسین، کاظمی، کاظم، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۲۲، صص ۹-۲۸.
۲. بیات، علی، اسدی، لیلا، (۱۳۹۶)، بهینه سازی پرتفوی سهام: سودمندی الگوریتم پرندگان و مدل مارکویتز، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره سی و دوم، صص ۶۳-۸۵.
۳. طالب نیا، قدرت الله، مهدوی، مریم، (۱۳۹۴)، بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۴۱-۵۴.
۴. طالب نیا، قدرت اله، احمدی، سید محسن، بیات، مرتضی، (۱۳۹۴)، بررسی ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و ریسک غیر سیستماتیک، پژوهش های حسابداری مالی، ۷(۲)، صص ۳۳-۵۲.
۵. فقیهی نیا، محدثه، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۴۳، صص ۱۶۲-۱۷۹.
۶. مهرآرا، محسن، فلاحتی، ذبیح الله، حیدری ظهیری، نازی، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران (از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲) با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای، فصلنامه سیاست گذاری پیشرفت اقتصادی دانشگاه الزهراء، سال اول، شماره اول، صص ۶۷-۹۱.
۷. Bansal, N. , Connolly, R. A. , & Stivers, C. (۲۰۱۴). The stock-bond return relation, the term structure's slope, and asset-class risk dynamics. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۹, ۷۲۴-۷۹۹.
۸. Campbell, R. , Huisman, R. , & Koedijk, K. (۲۰۰۱), Optimal portfolio selection in a Value-at-Risk framework, *Journal of Banking & Finance*, ۲۵(۹), ۱۷۸۹-۱۸۰۴.
۹. Chue, T. K. , Gul, F. A. & Mian, M. (۲۰۱۹). Aggregate investor sentiment and stock return synchronicity, *Journal of Banking & Finance*, ۱۰۸.
۱۰. Connolly, R. A. , Stivers, C. , & Sun, L. (۲۰۰۵). Stock market uncertainty and the stock-bond return relation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۰, ۱۹۴-۱۶۱.
۱۱. Connolly, R. A. , Stivers, C. , & Sun, L. (۲۰۰۷). Commonality in the time-variation of stock-stock and stock-bond return comovements. *Journal of Financial Markets*, ۱۰, ۲۱۸-۱۹۲.
۱۲. Fernandes, N. , & Ferreira, M. A. (۲۰۰۹). Insider trading laws and stock price informativeness. *Review of Financial Studies*, ۲۲(۵), ۱۸۸۷-۱۸۴۵.
۱۳. Hasan, I. , Song, L. , & Wachtel, P. (۲۰۱۴). Institutional development and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, ۴۲(۱), ۱۰۸-۹۲.
۱۴. Hou, X. & Yang, R. (۲۰۲۱). Policy signaling and stock price synchronicity: Evidence from China, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, ۷۵.
۱۵. Hsu, C. , Lee, H. & Lien, D. (۲۰۲۰). Stock market uncertainty, volatility connectedness of financial institutions, and stock-bond return correlations, *International Review of Economics and Finance*, ۷۰, ۶۲۱-۶۰۰.
۱۶. Huh, J. (۲۰۲۰). Measuring systematic risk with neural network factor model, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, ۵۴۲.

۱۷. Li, Q. , Liu, X. , Chen, J. & Wang, H. (۲۰۲۲). Does stock market liberalization reduce stock price synchronicity? —Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect, *International Review of Economics & Finance*, ۷۷, ۲۵-۳۸.
۱۸. Lin, F. -L. , Yang, S. -Y. , Marsh, T. , & Chen, Y. -F. (۲۰۱۸). Stock and bond return relations and stock market uncertainty: Evidence from wavelet analysis. *International Review of Economics & Finance*, ۵۵, ۲۸۵-۲۹۴.
۱۹. Liu, H. & Hou, C. (۲۰۱۹). Does trade credit alleviate stock price synchronicity? Evidence from China, *International Review of Economics and Finance*, ۶۱, ۱۴۱-۱۵۵.
۲۰. Morck, R. , Yeung, B. , & Yu, W. (۲۰۰۰). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, ۵۸(۱), ۲۱۵-۲۶۰.
۲۱. Muijsson, C. & Satchell, S. (۲۰۱۹). The role of bank funding in systematic risk transmission, *Finance Research Letters*.
۲۲. Sakemoto, R. (۲۰۱۸). Co-movements between equity and bond markets. *International Review of Economics & Finance*, ۵۳, ۲۵-۳۸.
۲۳. Wenfeng Wua. , Oliver M. Rui b, and Chongfeng, Wu. (۲۰۱۱). The Relationship Between Financial Development and Trade Credit to the Amount of Funding. *Journal Research Economic*, ۲(۱), ۶۶-۸۲.