

عدم اطمینانی سیاست های کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی و نقدینگی

محمدرضا حیدری^۱، ابوالفضل رضانی ورزنده^۲، علیرضا مومنی^۳

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری، پیام نور مرکز تهران غرب (نویسنده مسئول)

^۲ کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی علامه امینی نایین

^۳ استادیار دانشگاه پیام نور

چکیده

ورشکستگی و زیان بسیاری از شرکتها در بحران مالی اخیر در اقتصاد جهانی، اهمیت توجه به نقدینگی شرکتها را به عنوان شاخصی که می‌تواند نشان دهنده سلامت و ثبات شرکت باشد، دوچندان کرده است. همچنین با توجه به ارتباط عملکرد شرکت با میزان فعالیت بخش های کلان اقتصادی و اینکه نااطمینانی و بی ثباتی در فضای اقتصاد کلان به بی ثباتی سیستم مالی منجر شده و در نهایت عملکرد و فعالیت شرکتها را تحت تاثیر قرار می دهد، ضرورت توجه را بیش از پیش می کند به طوری که امروزه بررسی و اطمینان سیاستهای کلان اقتصادی برای شرکتها بسیار مهم شده است. بر این اساس، هدف مطالعه حاضر، عدم اطمینانی سیاستهای کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی و نقدینگی می باشد. دوره مورد بررسی در این پژوهش، دوره ای هشت ساله شامل سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این مطالعه از روش داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل اطلاعات استفاده خواهد شد. نتایج تحقیق نشان می دهد که اثر متغیر مستقل نااطمینانی سیاستهای کلان اقتصادی بر نقدینگی سهام تاثیر منفی و معناداری داشته است و حاکی از این موضوع است که افزایش نااطمینانی منجر به افزایش ریسک مالی و کاهش بازده و نقدینگی سهام خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد که اثر متغیر مستقل رقابت اطلاعاتی بر نقدینگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است و حاکی از این موضوع است که افزایش رقابت اطلاعاتی منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدینگی سهام خواهد شد. نتایج تحقیق نشان می دهد که اثر متغیر تعاملی مستقل نااطمینانی سیاستهای کلان اقتصادی و رقابت اطلاعاتی بر نقدینگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است.

واژه‌های کلیدی: عدم اطمینان سیاستهای کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی، نقدشوندگی

مقدمه

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، موضوعی مهم و بحث برانگیز در حسابداری مالی است که به طور معمول در بازار بورس اوراق بهادار رخ می‌دهد. بر اساس این نظریه، عدم تقارن اطلاعاتی به شکاف‌های اطلاعاتی، کیفیت، گزارشگری،^۱ قابل فهم بودن،^۲ ادراکی^۳ و ارزش تقسیم می‌شود. هر چه دامنه مطرح شده بیشتر باشد، سطح شکاف ارزش و به دنبال آن فاصله بین قیمت مبادلاتی اوراق بهادار شرکت‌ها از ارزش ذاتی آنها بیشتر خواهد بود که این امر، به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی و مالی توسط سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد. ورشکستگی و زیان بسیاری از شرکت‌ها در بحران مالی اخیر در اقتصاد جهانی، اهمیت توجه به نقدشوندگی شرکت‌ها را به عنوان شاخصی که می‌تواند نشان دهنده سلامت و ثبات شرکت باشد، دوچندان کرده است. همچنین با توجه به ارتباط عملکرد شرکت با میزان فعالیت بخش‌های کلان اقتصادی و اینکه نااطمینانی و بی‌ثباتی در فضای اقتصاد کلان به بی‌ثباتی سیستم مالی منجر شده و در نهایت عملکرد و فعالیت شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد، ضرورت توجه را بیش از پیش می‌کند به طوری که امروزه بررسی و اطمینان سیاست‌های کلان اقتصادی برای شرکت‌ها بسیار مهم شده‌است. رقابت سرمایه‌گذاران در مورد اطلاعاتی که در آن ریسک متغیر زمانی توسط یک زیر مجموعه از معامله‌گران وجود دارد، دلالت بر این دارد که جریان سفارش فعلی بر نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد. هنگامی که سرمایه‌گذاران با سطح دانش مختلفی با منحنی‌های مختلف قیمت روبرو هستند، احتمالاً نااطمینانی کلان اقتصادی، به عنوان بازتاب این سطوح مختلف دانش، در نقدشوندگی سهام آشکار می‌شود. از آنجا که رقابت در بازار بر اساس اطلاعات باعث می‌شود تا قیمت‌ها در مورد ارزشهای اساسی بیشتر آموزنده شوند، منبع مهم تأثیر قیمت این است که تأمین کنندگان نقدشوندگی به دنبال یادگیری هرگونه سیگنال از قیمت هستند و بنابراین اثر یادگیری کارآمدتر می‌شوند. وقتی رقابت بازار بر روی اطلاعات بیشتر باشد، تأثیر مثبتی بر نقدشوندگی دارد. مطالعات دیگر نشان می‌دهند که خطرات ناشی از نقدشوندگی در بازار، ارزش دارد. به عنوان مثال، پاستور و استمباووک^۴ (۲۰۰۳) کسانی هستند که در مورد یافتن حساسیت بازده به نقدشوندگی بازار گزارش می‌دهند. لی^۵ (۲۰۱۱) اظهار داشته است که قیمت گذاری ریسک نقدشوندگی با توجه به شرایط جغرافیایی، اقتصادی و سیاسی در سراسر کشورها متفاوت است. جانسون^۶ (۲۰۰۸) توضیحی را مبتنی بر یک الگوی ساده بدون اصطکاک ارائه می‌دهد که در آن نقدشوندگی با تغییر ظرفیت ریسک کل اقتصاد به دلیل تغییر در مشارکت کل توسط تجار و رویدادها در نوسان است. در این تحقیق با تجزیه و تحلیل رابطه بین نااطمینانی کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام، علت اصلی مشترک بودن نقدشوندگی بیشتر بررسی می‌شود. در این مقاله شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد تغییرات در نااطمینانی کلان اقتصادی تأثیر بازار را بر نقدشوندگی می‌گذارد که به نوبه خود باعث ایجاد حرکت در نقدشوندگی دارایی‌های فردی می‌شود. تا جایی که تغییر سیستماتیک نقدشوندگی یک عامل قیمتی است، درک علل همسویی نقدشوندگی باید به سرمایه‌گذاران و تجار کمک کند تا با این ریسک‌ها بهتر رفتار کنند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط عدم اطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی، رقابت اطلاعاتی و نقدشوندگی است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نقدشوندگی در بازار سهام نیز مانند سایر بازارهای مالی دارای اهمیت است. نقدشوندگی بیشتر در بازار ثانویه بازار سهام باعث رونق عرضه‌های اولیه و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیره نویس‌ها و بازارگردان‌ها می‌شود. همچنین، هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه‌ی نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیره نویس

^۱Information Gap^۲Quality Gap^۳Reporting Gap^۴Understanding Gap^۵Perception Gap^۶Pastor and Stambaugh^۷Lee^۸Johnson

ها و بازار گردان ها می شود. همچنین هزینه سرمایه گذاران از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه های معاملاتی، کاهش می یابد. بنابراین، از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقدشونده برای تخصیص کارایی سرمایه ضروری بوده، موجبات کاهش هزینه سرمایه ناشران را فراهم می آورد. نقد شونددگی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازده اوراق بهادار از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا عموماً نقدشوندگی نشان دهنده وضعیت محیط سرمایه گذاری و اقتصاد کلان است. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقدینه توانایی جذب سرمایه گذاران مختلف با استراتژی های معاملاتی متنوع را نیز فراهم می آورد. از این رو، برای داشتن بازار سرمایه ای پویا و رو به رشد لازم است که نقدشوندگی بازار بالا باشد. لازمه این امر جذب سرمایه گذاران و نقدشوندگی های سرگردان در جامعه است. میزان نقدشوندگی در بازار سهام از دو عامل اصلی تأثیر می پذیرد. اولین عامل حجم کل نقدشوندگی در جامعه است که به وسیله سیاست های پولی تعیین می شود. دومین عامل هم این است که از نقدشوندگی موجود در جامعه چه مقدار وارد بازار سرمایه می شود که این عامل از مواردی مانند عملکرد و بازدهی بازارهای موازی، سیاست های دولتی، وضعیت ساختاری بازار سرمایه و ... نشأت می گیرد.

بررسی اثر سیاست های پولی و مالی بر روی نقدشوندگی بازار سرمایه این امکان را به سیاست گذاران اقتصادی می دهد که نسبت به عوارض جانبی سیاست ها بر روی بازار سرمایه آگاهی داشته باشند و با لحاظ این موضوع تصمیم گیری کنند. همچنین، فعالان بازار سرمایه و سرمایه گذاران نیز می توانند اثر سیاست های اتخاذ شده را بر روی بازار سهام مشاهده کنند. با توجه به در نظر گرفتن تحولاتی که در سال های اخیر در عرصه سیاسی و اقتصادی ایران اتفاق افتاده و باعث نوسانات شدید در بازار سرمایه شده است، می توان گفت که اثر نااطمینانی سیاست های اقتصاد کلان بر بازار سرمایه در سال های اخیر پررنگ شده است.

نقدشوندگی بازار سهام

یکی از مهمترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. در واقع بازارهای ثانویه، ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه ی سرمایه می شوند. در متون مالی گاهی برای رساندن مفهوم، به جای واژه نقدشوندگی از «بازارپذیری» یا «قابلیت خرید و فروش» استفاده می شود؛ زیرا هر چه تعداد خریداران و فروشندگان بالقوه یک دارایی بیشتر باشد، آن دارایی نقدشوندگی بیشتری دارد. نقدشوندگی معیارهای زیادی دارد، که هیچ کدام قادر به اندازه گیری تمام ابعاد آن نیستند (ژو؛ ۲۰۲۰).

بنا بر تئوری بازار کارا، یکی از خصوصیات بازارهای کارا و ایده آل، عدم وجود هزینه های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. حسابداری یکی از منابع اطلاعاتی است که می تواند با ارائه اطلاعات مربوط و قابل اتکا، ناکارایی اطلاعاتی بازار را کمتر کرده و از این طریق بر بهبود نقدشوندگی سهام شرکت ها اثرگذار باشد. لذا نقدشوندگی سهام می تواند به عنوان معیاری برای کارایی بازار بخصوص به لحاظ اطلاعاتی مطرح شود و به شکل گسترده در بررسی عوامل مؤثر در ارائه اطلاعات مفید به کار گرفته شود. می دانیم که محتوای اطلاعاتی را از طریق واکنش بازار می سنجند (آمیهود؛ ۲۰۰۳).

بدون شک عدم تقارن اطلاعاتی، یکی از مهمترین مباحث در حسابداری مالی محسوب می شود و به طور کلی قابلیت های گزارشگری اطلاعات حسابداری تا حدودی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سرمایه گذار می شود (فتحی و همکاران، ۱۳۹۴).

باردوس^۱ (۲۰۱۱) و ورسچیا^۲ (۲۰۰۱) بیان کردند که نقدشوندگی سهام با کیفیت اطلاعاتی بهتر و عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، همبستگی بسیار بالایی دارا می باشد. نقدشوندگی به صورت منفی به سطح عدم تقارن اطلاعاتی که منتج از داشتن

^۱Xu

^۲Amihud

^۳Bardos

^۴Verrecchia

مزیت اطلاعاتی برخی از معامله گران نسبت به سایر آن ها می باشد، بستگی دارد. (گلوستن و میلگرم، ۱۹۸۵^۳ و کایل^۴، ۱۹۸۵).

سنجه های عدم تقارن مبتنی بر مبنای بازار به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام^۵ در بازارهای سرمایه ای که توزیع اطلاعات به صورت نامتقارن صورت گرفته باشد، اشاره دارد. فروشنده خواستار قیمت بالاتری برای سهام است و خریدار نیز به علت نداشتن اطلاعات کافی در باب ارزیابی سهام مذکور، متوسط قیمت برای سهام را پیشنهاد می کند. در ادبیات مالی، فاصله غیر معمول قیمت پیشنهادی خرید و فروش را نمایشگر سطح عدم تقارن اطلاعاتی بین خریداران و فروشندگان می داند. بنابراین، اگر در بازار، دارنده اطلاعات خصوصی وجود داشته باشد، در این صورت، بخشی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است. افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، پدیده ای صرفاً اطلاعاتی است که با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر مرتبط خواهد بود (هانگ و هانس، ۱۹۹۶^۶).

اهمیت قیمت گذاری دارایی های مالی باعث پیدایش تئوری ها و مدل های گوناگون در نیم قرن اخیر شده است. طراحی مدل های پیشرفته و به کارگیری فن آوری اطلاعات، باعث تخمین های متعدد از ریسک و بازده دارایی های مالی شده است. یک دلیل دیگر برای انجام تحقیق حاضر کمک به قیمت گذاری صحیح دارایی های مالی، و مفید بودن تحقیقات جدید در رابطه با بررسی چگونگی تاثیر اطلاعات اقتصادی بر قیمت سهام است. تحقیقاتی که به تازگی در آمریکا انجام شده، متضمن تحول بنیادین در درک چگونگی تعیین قیمت گذاری دارایی های مالی است. فاما و فرنچ^۷ (۱۹۹۰) نشان دادند که محدود کردن ریسک سیستماتیک به یک عامل، بر اساس مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای، نمی تواند کمک چندانی به درک سرمایه گذاران و سهامداران کند. بنابراین، توجه به تاثیرگذاری عوامل دیگر از جمله متغیرهای اقتصادی، می تواند حائز اهمیت باشد. این پژوهش در جستجوی رویکردی است که از مجموعه اطلاعات کلان اقتصادی در این زمینه استفاده کند.

اعتقاد بر این است که قیمت های سهام توسط برخی از متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ های بهره، ارز، و تورم تعیین می شوند. چندین تحقیق انجام شد تا اثر نیروهای اقتصادی را بر بازده های سهام در کشورهای مختلف نشان دهند. برای مثال، تئوری قیمت گذاری آربیتراژ توسط راس (۱۹۷۶) چن و همکاران (۱۹۸۶) برای تشریح تاثیر برخی از متغیرهای کلان اقتصادی بر روی بازده های سهام در بازارهای سرمایه کشور آمریکا، مورد استفاده قرار گرفت. یافته های آنان نشان داد که تولیدات صنعتی، تغییرات در صرف ریسک و تغییرات در ساختار دوره ای، رابطه مثبتی با بازده های مورد انتظار سهام داشتند. این در حالی بود که رابطه نرخ تورم پیش بینی شده و پیش بینی نشده، با بازده های سهام مورد انتظار، به طور معنی داری منفی است.

یکی از کارکردهای اصلی بازارهای مالی تسهیل و تسریع فرآیند تبدیل به نقد دارایی های مالی و برعکس یعنی تبدیل وجه نقد به دارایی مالی است. این ویژگی که از آن به نقدشوندگی یاد می شود به مثابه شریان حیاتی بازارهای مالی به شمار می آید. عدم برخورداری کامل از این ویژگی منجر به کاهش جذابیت بازار مالی و کاهش رونق آن می گردد. دستیابی به این هدف مهم از یکسو با مشارکت طیف وسیعی از صاحبان و متقاضیان دارایی های مالی با سطوح مختلف ریسک پذیری، مطلوبیت و افق های سرمایه گذاری و از سوی دیگر با تنوع در ابزارهای مالی و حضور تحلیلگران، بازارسازها و انواع واسطه های مالی امکان پذیر می گردد. به همین دلیل تلاش گردانندگان بازارهای مالی همواره بر افزایش جذابیت بازار و توسعه مشارکت گروه های یادشده از طریق بهبود سازوکار و قوانین، کاهش ریسک، افشای اطلاعات و شفاف سازی و جلوگیری از ایجاد فضای اطلاعات نامتقارن برای سودجویی و بهره کشی سرمایه گذاران مطلع استوار گردیده است. بنابراین از آنجا که نقدشوندگی یکی از فاکتورهای اصلی تصمیم گیری سرمایه گذاران در اقدامات خرید و فروش سرمایه گذارانشان می باشد، ضرورت دارد مورد بحث قرار بگیرد.

^۳Glosten and Milgram

^۴Kyle

^۵Bid-Ask Spread

^۶Huang and Hans

^۷Fama and French

از آن جمله مواردی که باید توسط متخصصین مالی مورد بررسی قرار گیرد رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و بورس اوراق بهادار است (بنرجس و همکاران؛^۱ ۲۰۰۵).

دو نظریه وجود دارد که رابطه را بین رقابت اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام پیش بینی می کنند، هر چند به لحاظ ساز و کار اثرگذاری متفاوت هستند. پرس^۲ (۲۰۱۰) پیش بینی می کند افزایش قدرت بازار محصول نقدشوندگی سهام را بهبود می بخشد؛ زیرا شرکتی با قدرت بازار محصول بیشتر، توانایی بیشتری برای تثبیت قیمت ها و منتقل کردن شوک های سودآوری به مشتریان دارد که این امر به نوبه خود تغییر پذیری جریان های نقدی و بازده سهام را کاهش می دهد. تغییر پذیری کمتر جریان های نقدی و بازده ها، به سرمایه گذاران اطلاعات دقیق تری درباره قیمت سهام می دهد؛ بنابراین قیمت ها نسبت به جریان سفارش معاملات احساسیت کمتری خواهند داشت؛ در نتیجه شرکت های با قدرت بازار محصول بیشتر، اثر قیمتی کمتر و نقدشوندگی سهام بیشتری دارند.

رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام را از مجرای مدیریت سود نیز بتوان مطرح کرد. داتا و همکاران^۳ (۲۰۱۳) ثابت کردند قدرت بازار محصول، اثر منفی بر مدیریت سود دارد؛ یعنی هرچه شرکت در بازار محصول ضعیف تر باشد، احتمال درگیری بیشتر مدیران در مدیریت اقلام تعهدی اختیاری بیشتر است و برعکس. از سوی دیگر پژوهش های زیادی نیز وجود دارد که نشان می دهند مدیریت سود، اثر منفی بر نقدشوندگی سهام دارد؛ زیرا با افزایش مدیریت سود، کیفیت اطلاعات، کاهش وعدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می یابد و این امر موجب کاهش تمایل سرمایه گذاران آگاه به معامله و کاهش نقدشوندگی سهام می شود و برعکس. این گونه می توان ثابت کرد افزایش قدرت بازار محصول باعث کاهش مدیریت سود و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می شود (رحمانی و حاجی مرادخانی، ۱۳۹۶).

پیشینه پژوهش

ورال^۴ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «ریسک شرکت در کشورهای توسعه یافته: تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و شرایط اقتصاد کلان» بیان می کند شرکت ها بیشتر با یک شوک ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی مخالف هستند. هنگامی که چشم انداز اقتصاد کلان نامطلوب است، شرکت ها از نظر مالی ریسک کاهش ریسک را در همه سطوح رقابت کاهش می دهند. از سوی دیگر، شرایط بازار سهام مطلوب، مدیران شرکت های دارای محدودیت مالی را تشویق می کند و تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر ریسک شرکت کاهش می دهد. در کل نتایج، تاثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر روی ریسک پذیری، مشروط بر چشم انداز اقتصاد کلان در کشور و رقابت در این صنعت را تایید می کند.

باچنر و همکاران^۴ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت در ارزیابی های اقتصاد کلان از مسیرهای انتقال کربن پایین - مورد صنعت آهن و فولاد اروپا» بیان می کنند که اهداف آب و هوایی که در پاریس ۲۰۱۵ به توافق رسیدند، کربن زدایی عمیق صنایع انرژی و گازهای گلخانه ای را حیاتی می سازند. سیاستگذاران به نتایج اقتصاد کلان چنین مسیرهای کربن زدایی علاقه مند هستند و اغلب بر مطالعات مدل سازی یکپارچه تکیه می کنند. با این حال، فرضیات مربوط به مدل سازی و عدم قطعیت ها اغلب بدون شک و یا نامرئی باقی می ماند، اگرچه آن ها ممکن است نتایج مدل ها را کنترل کنند.

فان و همکاران^۵ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ثبات مالی - آیا رابطه ای وجود دارد؟» بیان می کنند که کاره ای مهم در این مقاله تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ثبات مالی در ۲۳ کشور را بررسی می کند. ما دریافتیم که EPU تاثیر منفی و آماری معنی داری بر ثبات مالی دارد.

^۱Banerjes et al

^۲Peress

^۳Product Market Power

^۴Order flow

^۵Datta et al

^۶Vural

^۷Bachner et al

^۸Phan et al

شا و همکاران^۴ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ادغام و مالکیت: شواهدی از سوی چین» بیان می کنند که ما رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ادغام و مالکیت را در چین بررسی می کنیم. شرکت های موجود در چین به احتمال زیاد در طول دوره های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا دست به دست می شوند، که در تضاد با رفتار شرکت های آمریکایی است. این موضوع، تفاوت رفتار اکتساب را بین شرکت ها در یک تحول یا اقتصاد نوظهور و شرکت ها در یک اقتصاد توسعه یافته در طول دوره های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا نشان می دهد. شرکت های دولتی کم تر از عدم تمایل به کسب مالکیت در طول دوره های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا هستند. به احتمال زیاد SOEs در طول دوره های عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا تنها از پول نقد برای acquisitions استفاده می کنند.

رهسه و همکاران^۵ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «اثرات عدم اطمینان بر نقدشوندگی بازار: شواهدی از گردباد» بیان می کنند که ما اثرات عدم قطعیت در نقدشوندگی بازار با استفاده از گردباد را به عنوان یک آزمایش طبیعی مورد آزمایش قرار می دهیم. با توجه به مقاومت بی سابقه، مقیاس، و ماهیت طوفان، خسارات احتمالی یک ریزش در نزدیکی منطقه نیویورک بزرگ غیرقابل پیش بینی بوده و در نتیجه نامطمئن هستند. با استفاده از یک تنظیمات متفاوت، واکنش های بازار از اعتبار سرمایه گذاری املاک و مستغلات را با و بدون ویژگی در منطقه تخلیه به طور گسترده منتشر شده از شهر نیویورک، قبل از ریزش زمین مقایسه می کنیم. ما تجارت نسبتا کم تر و پیشنهاد قیمت وسیع تر را تحت تاثیر قرار می دهیم. نتایج تایید فرضیه را در مورد اثرات مخرب عدم قطعیت در عملکرد بازار تایید می کنند.

چودری و همکاران^۶ (۲۰۱۸) طی پژوهشی با عنوان نقدشوندگی و مدیریت اقتصاد کلان در بازارهای نوظهور بیان داشتند، بازارهای نوظهور به دلیل امکان درآمدهای بالاتر و سطح پایین ادغام با بازارهای سرمایه جهانی، توجه قابل ملاحظه ای را به سرمایه گذاری خارجی و تنوع بین المللی جلب کرده اند. این بازگشت های بالا اغلب باید با هزینه های بالای نقدشوندگی تجارت در بازارهای در حال ظهور متوازن شوند. مطالعات متعددی نشان داده اند که سیاست های بانک مرکزی و دولت عوامل تعیین کننده مهم نقدشوندگی بازار هستند.

آتانه و همکاران^۷ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «آیا قرار گرفتن در معرض رقابت خارجی بر نقدشوندگی سهام تاثیر می گذارد؟ شواهد از داده های وارد شده در سطح صنعت» بیان می کنند که ما یک ارتباط منفی بین رقابت خارجی و نقدشوندگی سهام را مستندسازی می کنیم. نتایج ما برای پرداختن به نگرانی های درون زایی مقاوم هستند. ما در پاسخ به افزایشی در رقابت خارجی به عنوان کانال پشت نتیجه اصلی، زوال در محیط اطلاعاتی را شناسایی می کنیم. به طور خاص، متوجه می شویم که ارتباط منفی در میان شرکت هایی که نسبت به پیامدهای منفی رقابت خارجی و شرکت هایی که ضعیف نظارت نشده اند و پوشش تحلیل گر کمتری دارند، مشهود است. مقاله ما به درک پیامدهای خارجی آزادسازی تجارت برای کیفیت بازار مالی کمک می کند.

لوتلگه و همکاران^۸ (۲۰۰۹) طی پژوهشی با عنوان مدل عدم اطمینان و نقدشوندگی بیان داشتند، نتایج شدید بازار اغلب با کمبود نقدشوندگی و عدم تجارت انجام می شود. به نظر می رسد این سقوط بازار بخصوص برای بازارهایی حاد است که معامله گران به الگوی تجربی خاصی مانند بازارهای مشتق مانند بازار اوراق بهادار تحت حمایت وام یا مشتقات اعتباری متکی هستند. عسگری و کلهر (۱۳۹۷) طی پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین سهم بازار با نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران بیان داشتند، هدف کلی این تحقیق بررسی سهم بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنایع مختلف و تاثیر آن بر میزان نقدشوندگی سهام این شرکتها می باشد. این تحقیق شامل دو فرضیه می باشد. (۱) بین سهم بازار با میزان نقدشوندگی سهام شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد (۲) با تغییر در سطح عدم تقارن

^۴Sha et al^۵Rehse et al^۶Chowdhury et al^۷Atawnah et al^۸Routledge et al

اطلاعاتی شرکت، رابطه بین سهم بازار با نقدشوندگی سهام تغییر می کند. متغیر مستقل شامل سهم بازار محصول و عدم تقارن اطلاعاتی و متغیر وابسته شامل نقدشوندگی سهام می باشد. نتایج تجزیه و تحلیل آماری بیانگر این است که رابطه ی بین سهم بازار محصول با درجه نقدشوندگی خطی و مستقیم است و در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با سایر شرکت ها افزایش در سهم بازار محصول شرکت تاثیرات مثبت کمتری بر نقدشوندگی سهام دارد.

نیکبخت و ابراهیمی (۱۳۹۱) دریافتند که صرف نظر از قیمت سهام، اندازه شرکت، نوسان بازده و نسبت گردش سهام، بین کیفیت گزارشگری مالی و نقدشوندگی سهام شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. نقدشوندگی یک معیار کلیدی از کیفیت بازار سرمایه است و برای رشد و توسعه بازار یک پیش شرط محسوب می گردد.

سوال های پژوهش

سوال اصلی:

نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام چه تاثیری دارد؟

سوال های فرعی:

بررسی ارتباط بین نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام چه تاثیری دارد؟

بررسی ارتباط بین رقابت اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام چه تاثیری دارد؟

بررسی ارتباط رقابت اطلاعاتی بازار و نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی بر نقدشوندگی سهام چه تاثیری دارد؟

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی:

بین نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه های فرعی:

فرضیه ۱. بین نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲. بین رقابت اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳. رقابت اطلاعاتی بازار رابطه بین نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام تعدیل می کند.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است. همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است زیرا از طرفی وضع موجود را توصیف می کند و از طرف دیگر با استفاده از تحلیل رگرسیون، همبستگی بین متغیرها را کشف می کند. در پژوهش حاضر برای تدوین ادبیات و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه ای استفاده گردید و این مدارک شامل: صورت های مالی شرکت ها و یادداشت های همراه حسابرسی شده، گزارش های هفتگی، مجله های ماهیانه و سالنامه های بورس اوراق بهادار است. جهت جمع آوری مبانی نظری از منابع کتابخانه ای و برای جمع آوری داده های مورد نظر جهت آزمون فرضیات از اطلاعات منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۱، سایت کدال^۲ و نرم افزار ره آورد نوین و گردآوری اطلاعات در این پژوهش است. اولین قدم، تعیین هدف های پژوهشی است. برای درک و روشن شدن این اهداف باید جامعه ای را که قصد دارد نمونه مورد مطالعه را از آن انتخاب شود، تعریف می شود.

دوره مورد بررسی در این پژوهش، دوره ای هشت ساله شامل سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سامانمند تعیین می شود و شرکت هایی که شرایط زیر را دارا باشند جزء نمونه آماری خواهند بود:

۱. سهام شرکت از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ در بازار اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.

۲. از شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.

^۱www.tse.ir

^۲www.codal.ir

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

۴. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و طی دوره مورد رسیدگی تغییر نکرده باشد. با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

ارائه مدل و متغیرهای پژوهش

مدل این پژوهش به پیروی از چپو^۳(۲۰۱۹) بیان شده است:

(۱)

$$\text{Log}(Liq_{i,t}) = \alpha_i + \beta_1 UG_t + \beta_2 UB_t + c_1 \log(MKTLiq_t) + c_2 \log(INDTLiq_t) + c_3 \log(PRICE_{i,t}) + c_4 \log(VOL_{i,t}) + c_5 \log(VOLA_{i,t}) + c_6 MKTRET_t + \varepsilon_{i,t}$$

(۲)

$$\text{Log}(Liq_{i,t}) = \alpha_i + \gamma_1 UG_t + \gamma_2 UG_t \times D + \gamma_3 UB_t + \gamma_4 UB_t \times D + c_1 \log(MKTLiq_t) + c_2 \log(INDTLiq_t) + c_3 \log(PRICE_{i,t}) + c_4 \log(VOL_{i,t}) + c_5 \log(VOLA_{i,t}) + c_6 MKTRET_t + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

نقدشوندگی (Liq)

با توجه به اینکه تعاریف نظری متعددی در مورد نقدشوندگی وجود دارد، معیارهای مختلف تجربی زیادی نیز برای محاسبه نقدشوندگی وجود دارد. این مطالعه بر ارتباط بین نقدشوندگی و عدم قطعیت اقتصاد کلان متمرکز شده است. در آزمون‌های اصلی این تحقیق از چهار معیار برای محاسبه نقدشوندگی سهام استفاده می‌شود. معیار اول: معیار عدم نقدشوندگی آمیهد که در سال ۲۰۰۲ توسط یاکو آمیهد معرفی شد.

$$ILLIQ_t = |r_t| / DVOL_t \quad (۳)$$

در رابطه (۳)، r_t بازده روز t ام و $DVOL_t$ حجم ریالی معامله شده در روز t ام است. به دلیل ماهانه بودن متغیرهای تحقیق، میانگین ساده متغیر فوق در هر ماه محاسبه می‌شود و در محاسبات استفاده می‌شود. همچنین برای قابل مقایسه بودن معیارها، حاصل رابطه (۳) در یک میلیارد ریال ضرب می‌شود.

معیار دوم: تعداد روزهای بدون حجم معامله که در سال ۲۰۰۶ توسط ویمن لیبو به کار گرفته شد.

$$LM = \left[NZeros + \left(\frac{\text{Turn}}{\text{Deflator}} \right) \right] * (1 / NTDays) \quad (۴)$$

در رابطه (۴)، $NZeros$ تعداد روزهای بدون حجم معامله در طی ماه قبل، $Turn$ نسبت حجم معاملات ماهانه به تعداد سهام منتشره در ماه گذشته، $NTDays$ تعداد روز معامله در بازار طی ماه قبل، $Deflator$ تعدیل کننده است که $(1/Turn)/Deflator$ را بین صفر و یک قرار می‌دهد. در این پژوهش، با توجه به داده‌های محاسبه شده، مقدار تعدیل کننده یک میلیارد در نظر گرفته شده است. استفاده از متغیر $Turn$ (نسبت حجم معاملات ماهانه به تعداد سهام منتشر شده) به این علت است که سهام با گردش بالاتر، نقدشونده تر به حساب می‌آیند و مشابه این است که تعداد روز بدون معامله کمتری دارند.

^۳Yen-Chen Chiu

به دلیل اینکه کل تعداد روزهای معامله در طی ماه می‌تواند از ۱۵ تا ۲۳ روز متفاوت باشد، ضرب عامل (NTDays/۲۱) استاندارد تعداد روزهای معامله در ماه را ۲۱ روز در نظر می‌گیرد تا این معیار نقدشوندگی در طی زمان قابل مقایسه باشد. (چیو ۲۰۱۹)

معیار سوم: STURN نسبت حجم معاملات ماهانه به تعداد سهام منتشرشده در ابتدای ماه.

معیار چهارم: DVOL حجم ریالی معاملات ماهانه که برای قابل مقایسه بودن معیارها، به صورت میلیارد ریال بیان می‌شود. متغیرهای مستقل

در اکثر مطالعات گذشته از حجم پول و نقدشوندگی (سیاست های پولی) یا مخارج دولت و مالیاتها (سیاست های مالی) به عنوان شاخص ناطمینانی سیاست های کلان اقتصادی استفاده شده است و یکی از مهمترین جنبه های نوآوری این تحقیق استفاده از شاخص جدید برای محاسبه متغیر ناطمینانی سیاست های کلان اقتصادی می باشد که برگرفته از مقاله چیو^{۳۴} (۲۰۱۹) است و در ادامه نحوه اندازه گیری آن شرح داده شده است.

نااطمینانی سیاست های کلان اقتصادی

در این تحقیق، برای اندازه گیری عدم قطعیت خوب و بد در داده ها، از برآوردگر پیشنهادی توسط بارندورف-نیلسن و همکاران^{۳۵} (۲۰۱۰) استفاده می شود که واریانس تحقق یافته معمول را به دو مؤلفه تقسیم می کند که به طور جداگانه حرکات مثبت و منفی را در نظر می گیرد. در کار تجربی حاضر، نیمه واریانس مثبت (منفی) میزان ناپایداری را که با قسمت مثبت (منفی) از کل تغییرات تولیدات صنعتی در ارتباط است، ضبط می کند و مؤلفه پیش بینی آن برای عدم قطعیت خوب (بد) با مفهوم مدل مطابقت دارد.

در این تحقیق روش به کار گرفته شده توسط سگال و همکاران (۲۰۱۵) دنبال می شود به طوری که در آن یک متغیر کلان اقتصادی (Y)، تولید صنعتی را که بر اساس یک فرکانس ماهانه در نظر می گیرد و از آن برای ساخت واریانس تحقق یافته در یک فرکانس سالانه استفاده می شود. از آنجا که ۱۲ مشاهده از تولید صنعتی طی یک سال وجود دارد، رویکرد اندازه گیری مورد استفاده در این تحقیق مطابق با مجموعه مدلی است که امکان ایجاد شوک های متعدد خوب و بد را در طی یک سال فراهم می کند. فرض کنید Δy نرخ رشد تقاضا برای متغیر Y را نشان می دهد. سپس نیمه واریانس مثبت و منفی تحقق یافته RV^+ و RV^- به شرح روابط زیر تعریف می شود:

$$RV^+ = \sum_{i=1}^n \Delta y_i^2 I\{\Delta y_i > 0\}$$

$$RV^- = \sum_{i=1}^n \Delta y_i^2 I\{\Delta y_i < 0\}$$

جایی که $I\{\cdot\}$ عملکرد شاخص است، و n تعداد مشاهدات Y را در طی یک سال نشان می دهد. این برآوردگرها تجزیه کاملی از RV را ارائه می دهند، در آن $RV = RV^+ + RV^-$ این تجزیه دقیقاً برای هر n و همچنین در حد مجاز است.

نیمه واریانس مثبت (منفی) بطور شهودی درباره جهش های توان دوم مثبت (منفی) است. بنابراین، اختلاف نیمه واریانس مثبت (منفی) با حالت های واریانس تحقق یافته خوب (بد) از متغیر زمینه ای مطابقت دارد. بنابراین، در این تحقیق از مؤلفه قابل پیش بینی این معیار به عنوان شاخص تجربی برای عدم قطعیت خوب (بد) استفاده می شود (سگال و همکاران، ۲۰۱۵).

^{۳۴}Yen-Chen Chiu

^{۳۵}Barndorff-Nielsen et al.

^{۳۶}Segal et al

برای ساخت مؤلفه های پیش بینی، از لگاریتم میانگین متوسط دوره h بر روی مجموعه زمان t با پیش بینی کننده X به صورت زیر عمل می شود:

$$\log\left(\frac{1}{h} \sum_{i=1}^h RV_{j,t+i}\right) = const_j + \beta'_j X_t + error \quad j = \{p, n\}$$

مجموعه عوامل پیش بینی کننده معیار X_t شامل نیمه واریانس متغیرهای تحقق یافته مثبت و منفی RV^+ و RV^- ، رشد مصرف (Δc)، بازده بازار r_a ، نسبت قیمت سود سهام بازار (pd)، نرخ بدون ریسک r_f و گسترش ریسک نکول def می باشد. در این تحقیق هر دوی معیار عدم قطعیت خوب و بد، UG و UB ، به صورت زیر تعریف و در نظر گرفته می شود:

$$UG = \exp(const_p + \beta'_p X_t)$$

$$UB = \exp(const_n + \beta'_n X_t)$$

تبدیل به وضعیت لگاریتمی این اطمینان را ایجاد می کند که معیارهای عدم قطعیت مورد استفاده در تحقیق، مثبت می باشند.

رقابت اطلاعاتی بازار (D)

در اینجا، D در معادله (۹) یک متغیر مجازی برای در نظر گرفتن رقابت بر روی اطلاعات است، که وقتی شاخص بالاتر از میانگین تعداد سرمایه گذاران مطلع است ارزشی برابر با یک و در غیر این صورت ارزشی برابر با صفر خواهد داشت.

متغیرهای کنترلی

MKTLiq معیار نقدشوندگی بازار در سال t است.

INDTLiq معیار نقدشوندگی سهام در سطح صنعت برای سال t است.

PRICE قیمت سهام i در سال t (میانگین قیمت روزانه سهام i در طی یک سال) است.

VOL حجم معاملات ریالی سهام i در سال t (متوسط حجم معاملات روزانه سهام i در طی یک سال) است.

VOLA، انحراف استاندارد بازده سهام i در طی سه سال متوالی است.

و MKTRET بازده بازار در سال t (متوسط بازده روزانه بازار طی یک سال) است.

یافته های پژوهش

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده ها، گاهی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود. آمار توصیفی شامل مجموعه روش هایی است که برای جمع آوری، تلخیص، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی به کار می رود. در واقع این آمار، داده ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می کند و طرح یا الگوی کلی از داده ها را برای استفاده سریع و بهتر از آن ها به دست می دهد. در یک جمع بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می توان ویژگی های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می روند. کارکردهای این معیارها این است که می توان خصوصیات اصلی مجموعه ای از داده ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می کند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می نماید. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جداول زیر ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	رقابت اطلاعاتی بازار	عدم قطعیت بد	عدم قطعیت خوب	لگاریتم نقدشوندگی	لگاریتم بازده بازار
نماد	DD	UB	UG	LOGLIQ	MKTRET
میانگین	۵۳۰۹۰۵.۰	۲۱۷۴۵۲.۲	۲۷۰۴۹۶.۲	۶۸۳۳۲۳.۱	۰۰۹۸۶۳.۲
میانه	۰۰۰۰۰۰.۱	۱۸۸۹۲۶.۲	۳۲۳۲۵۱.۲	۷۵۷۶۱۱.۱	۰۰۵۸۱۷.۲
حداکثر	۰۰۰۰۰۰.۱	۵۳۶۵۵۸.۲	۴۷۷۱۲۱.۲	۵۳۳۶۸۵.۴	۲۵۷۸۴۹.۲
حداقل	۰۰۰۰۰۰.۰	۸۱۲۹۱۳.۱	۳۲۲۲۱۹.۱	۷۲۴۱۳۳.۱-	۹۴۰۲۳۱.۱
انحراف معیار	۴۹۹۳۲۰.۰	۱۰۸۵۲۸.۰	۱۴۳۴۵۲.۰	۹۲۳۰۷۹.۰	۰۲۳۳۹۸.۰
چولگی	۱۲۳۸۵۷.۰-	۵۶۱۴۵۱.۰	۵۵۷۲۰۹.۲-	۲۸۰۳۹۱.۰-	۷۵۸۸۷۲.۲
کشیدگی	۰۱۵۳۴۱.۱	۵۲۹۳۷۵.۳	۱۵۵۶۹۰.۱	۲۶۶۴۸۱.۳	۳۳۲۳۷۱.۲

متغیر	لگاریتم انحراف استاندارد بازده سهام	لگاریتم حجم معاملات	لگاریتم قیمت سهام	لگاریتم نقدشوندگی سهام در سطح صنعت	لگاریتم نقدشوندگی بازار
نماد	VOLA	VOL	PRICE	INDTLIQ	MKTLIQ
میانگین	۴۵۰۶۱۴.۰	۷۴۷۳۶۲.۷	۶۳۰۰۶۴.۳	۷۵۸۴۷۲.۵	۵۵۵۸۵۷.۴
میانه	۴۷۹۸۴۶.۰	۷۰۶۶۹۶.۷	۵۷۴۸۹۹.۳	۸۶۶۹۲۷.۵	۴۹۳۱۹۲.۴
حداکثر	۵۸۳۹۱۰.۱	۲۸۱۹۲.۱۰	۷۳۸۲۳۳.۴	۲۰۵۶۶.۱۰	۸۲۸۳۰۹.۶
حداقل	۰۲۵۸۱۸.۱-	۹۶۹۴۴۴.۴	۶۲۰۱۳۶.۲	۱۹۳۸۹۶.۰-	۷۷۸۱۵۱.۰
انحراف معیار	۳۱۲۳۸۵.۰	۸۳۳۱۵۸.۰	۳۷۳۳۱۶.۰	۸۱۵۷۵۸.۱	۷۴۱۸۱۸.۰
چولگی	۵۹۰۳۷۱.۰-	۱۲۹۴۲۷.۰	۳۸۰۴۲۷.۰	۱۵۴۹۵۰.۰-	۲۸۲۴۷۸.۰
کشیدگی	۹۹۵۲۰۸.۳	۲۱۶۴۷۸.۳	۸۲۱۱۰۴.۲	۸۱۹۳۰۹.۲	۸۶۴۰۰۱.۳

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج آزمون فرضیه

فرضیه اول: بین نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) بر نقدشوندگی سهام تاثیر منفی و معناداری داشته است و حاکی از این موضوع است که افزایش نااطمینانی منجر به افزایش ریسک مالی و کاهش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد. این نتایج منطبق بر تئوری های نقدشوندگی و ریسک و مطالعات چپو (۲۰۱۹) و رسه و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

فرضیه دوم: بین رقابت اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است و حاکی از این موضوع است که افزایش رقابت اطلاعاتی منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد. این نتایج منطبق بر تئوری های نقدشوندگی و ریسک و مطالعات چپو (۲۰۱۹) و رسه و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

فرضیه سوم: رقابت اطلاعاتی بازار رابطه بین نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی و نقدشوندگی سهام تعدیل می‌کند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر تعاملی مستقل نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) و رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است و حاکی از این موضوع است که افزایش رقابت اطلاعاتی اگرچه با نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) همراه باشد، به علت افزایش شدید رقابت منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد. این نتایج منطبق بر تئوری های نقدشوندگی و ریسک و مطالعات چپو (۲۰۱۹) و رسه و همکاران (۲۰۱۹) می باشد.

محدودیت های پژوهش

گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. در این راستا، محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است: روش نمونه گیری در این تحقیق روش حذفی در نمونه گیری غیر تصادفی بوده و قابلیت تعمیم به کل شرکت‌ها را ندارد. قلمرو زمانی مطالعه حاضر از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ است، بنابراین در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل از سال ۱۳۹۲ و بعد از سال ۱۳۹۷ باید احتیاط شود. داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است.

نتیجه گیری و پیشنهاد ها

با توجه به فرضیه اول و با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر متغیر نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) بر نقدشوندگی سهام تاثیر منفی و معناداری داشته است، به مدیران مالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود جهت افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، سیاست‌های مقابله با نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) را در پیش بگیرند و به مدیران کلان اقتصادی نیز توصیه می‌شود سیاست‌های کاهش نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) در پیش گرفته شود، زیرا افزایش نااطمینانی منجر به افزایش ریسک مالی و کاهش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد.

با توجه به فرضیه دوم و با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر متغیر رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است، به مدیران مالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود جهت افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، سیاست‌های افزایش رقابت اطلاعاتی را در پیش بگیرند زیرا افزایش رقابت اطلاعاتی منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد.

با توجه به فرضیه سوم و با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر متغیر تعاملی مستقل نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) و رقابت اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری داشته است، به مدیران مالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود جهت افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، سیاست‌های مقابله با نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) را در پیش بگیرند و به مدیران کلان اقتصادی نیز توصیه می‌شود سیاست‌های کاهش نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) در پیش گرفته شود، اما نکته مهمتر سیاست‌های افزایش رقابت اطلاعاتی است که می‌تواند نااطمینانی‌ها را خنثی کند، زیرا افزایش رقابت اطلاعاتی اگرچه با نااطمینانی سیاست‌های کلان اقتصادی (چه مثبت و چه منفی) همراه باشد، به علت افزایش شدید رقابت منجر به افزایش شفافیت و اعتماد سهامداران و کاهش ریسک مالی و افزایش بازده و نقدشوندگی سهام خواهد شد.

پیشنهاد می‌شود تاثیر اعتماد به نفس مدیریتی و تامین اعتبار داخلی بر سایر موضوعات مالی و اقتصادی مورد بررسی قرار گیرد. از طرفی، با توجه به حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه‌ها، به علت ساختار متفاوت آنها، پیشنهاد می‌شود که موضوع مورد مطالعه، در این گروه از شرکت‌ها به صورت ویژه مورد بررسی قرار گیرد. پیشنهاد می‌شود که در پژوهشی تاثیر تامین اعتبار داخلی بر نقدشوندگی سهام بررسی شود.

پیشنهاد می شود که تاثیر سایر متغیرهای کلان بر نقدشوندگی سهام مورد بحث و بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. رحمانی، علی، حاجی مرادخانی، حدیثه (۱۳۹۶). قدرت بازار محصول و نقدشوندگی بازار سهام، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۵، شماره ۲، صص ۳۶-۲۱.
۲. محمدزاده سالطه، حیدر و محبوب رضایی، اکبر و ابوالحسنی، ناصر و فتحی، داوود، ۱۳۹۴، بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات حسابداری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی و دومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران.
۳. عسگری، محمدرضا و کلهر، علی (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بین سهم بازار با نقدینگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱۲۳-۱۳۰.
۴. نیکبخت، محمدرضا و ابراهیمی، مهرداد (۱۳۹۱). بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳، پیاپی (۵)، صص ۹-۲۸.
1. Albert S. Kyle. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometric Society*. Vol. 53, Pp. 1315-1335.
2. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
3. Atawnah, N., Balachandran, B., Duong, H. N., & Podolski, E. J. (2018). Does exposure to foreign competition affect stock liquidity? Evidence from industry-level import data. *Journal of Financial Markets*, 39, 44-67.
4. Bachner, G., Mayer, J., Steininger, K. W., Anger-Kraavi, A., Smith, A., & Barker, T. S. (2020). Uncertainties in macroeconomic assessments of low-carbon transition pathways-The case of the European iron and steel industry. *Ecological Economics*, 172, 106631.
5. Banerjes, S., V. A. Gatchev, and P. A. Spindt(2005), Stock market liquidity and firm dividend policy, Working paper, Tulane university.
6. Barndorff-Nielsen, O. E., & Shephard, N. (2010). Power and bipower variation with stochastic volatility and jumps. *Journal of financial econometrics*, 2(1), 1-37.
7. Chen N.F., R. Roll and S.A. Ross(1986) «Economic Forces and the Stock Market», *Journal of Business*, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403.
8. Chiu Yen-Chen (2019) "Macroeconomic uncertainty, information competition, and liquidity", *Finance Research Letters*, Available online 21 August 2019.
9. Chowdhury, A., Uddin, M., & Anderson, K. (2018). Liquidity and macroeconomic management in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 34, 1-24.
10. Datta S. , Singh V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management, *Journal of Banking & Finance*. Vol. 37, Pp. 3273-3285.
11. Dominik Rehse, Ryan Riordan, Nico Rottke, Joachim Zietz (2019), The effects of uncertainty on market liquidity: Evidence from Hurricane Sandy, *Journal of Financial Economics* (2019), <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.04.006>
12. Fama, E. F. (1990), "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity", *Fin*, Vol. 45, PP.1089-1108.
13. Huang, R. and S, Hans.(1996)."Dealer Veersus Auction Markets: a Paired Comparison of Execution Costs on Nasdaq and the Nyse". *Journal of Financial Economics*, 41, PP.313-357.
14. Katsiaryna Salavei Bardos. (2011). Quality of financial information and liquidity. *Review of Financial Economics*. Vol 20, Pp. 49-62.

15. Kuan-Hui Lee. (2011). The world price of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, Vol 99. [https:// doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.003](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.003) .
16. Lawrence R. Glosten, Paul R. Milgrom. (1985). Bid, ask and transaction prices a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*. Vol 14, Pp. 71-100.
17. Pastor, Lubos, and Robert, F. Stambaugh (2۰۰3). "Liquidity risk and expected stock returns". *Journal of Political Economy* 111. (3). Pp. 642–85.
18. Peress, J. (2010). "Product market competition, insider trading and stock market efficiency". *Journal of Finance* 65: 1–43.
19. Phan, D. H. B., Iyke, B. N., Sharma, S. S., & Affandi, Y. (2020). Economic policy uncertainty and the financial stability–Is there a relation?. *Economic Modelling*.
20. Robert E. Verrecchia. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 32, Pp. 97-180.
21. Ross, S.A.(1976) «The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing»,*Journal of Economic Theory*, Vol. 13, No. 3, pp. 341-360.
22. Routledge, B. R., & Zin, S. E. (2009). Model uncertainty and liquidity. *Review of Economic dynamics*, 12(4), 543-566.
23. Segal, G. & Shaliastovich, I. & Yaron, A. (2015). Good and Bad Uncertainty: Macroeconomic and Financial Market Implications. *Journal of Financial Economics*. [Dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.05.004](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.05.004).
24. Sha, Y., Kang, C., & Wang, Z. (2020). Economic policy uncertainty and mergers and acquisitions: Evidence from China. *Economic Modelling*.
25. Timothy C. Johnson. (2008). Volume, liquidity, and liquidity risk . *Journal of Financial Economics*”, Vol 87, Pp. 136-161.
26. Vural-Yavaş, Ç. (2020). Corporate risk-taking in developed countries: The influence of economic policy uncertainty and macroeconomic conditions. *Journal of Multinational Financial Management*, 100616.
27. Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698.