

حسین کاظمی<sup>۱</sup>

عباس حیدری<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۱/۵/۵

تاریخ دریافت: ۹۱/۱/۲۸

### چکیده

یکی از ریسک‌های مرتبط با سهام شرکت، نقد شوندگی سهام است. سهام‌داران نقد شوندگی بالا برای سهامداران و سرمایه‌گذاران جذاب بوده و تقاضای آن را افزایش می‌دهد. افزایش جذابیت و تقاضا برای سهام شرکت، تامین مالی و افزایش سرمایه به منظور توسعه شرکت را آسان و ارزان می‌سازد. علاوه بر این بازده مورد انتظار سهامداران را کاهش می‌دهد. از اینرو در این مقاله رابطه بین نقد شوندگی سهام که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده با فرصت‌های سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین نقد شوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که بین نقد شوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر، نقد شوندگی سهام یکی از عواملی است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می‌دهد.

**واژه‌های کلیدی:** نقد شوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، فرصت سرمایه‌گذاری، بازده مورد انتظار سهام.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه رجا قزوین

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین (مسئول مکاتبات) ab.heydari@yahoo.com

## ۱- مقدمه

به نظر می‌رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می‌شود، به این معنی که در عین سادگی درک نقد شوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است. یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تامین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه‌های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت‌گذاری دارایی‌ها می‌باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آنها دارد. در واقع نقد شوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد، چرا که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز برای جبران ریسکی که متحمل می‌شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می‌دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می‌باشد سرمایه‌گذاری نمایند، از اینرو ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم‌های اصلی بازار مالی است که حداکثر سازی ثروت سهامداران به آن وابسته است (صفری، ۱۳۸۹). آمیهود و مندلسون (۱۹۸۸) استدلال می‌کنند که افزایش در نقدشوندگی سهام به طور مثبت با افزایش سرمایه‌گذاری در بازار همراه است، چرا که دارایی‌های مالی شرکت‌ها هنگامی که نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد،

یکی از مهم‌ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه، نقد شوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. عدم نقد شوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می‌شود که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (قائم‌ی و رحیم پور، ۱۳۸۹). بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشأت گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران می‌باشد. به عنوان یک تعریف، می‌توان گفت که نقدشوندگی، توانایی سرمایه‌گذاران در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با آخرین معامله می‌باشد (بیدگلی و همکاران ۱۳۸۴). به اعتقاد گرگوریو و انجین<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) نقد شوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد. از نظر او اهمیت نقد شوندگی سهام در ارتباط مثبت و معنی‌دار بین هزینه‌های معاملاتی و پاداش سرمایه‌گذاران خود را نشان می‌دهد. از نظر رابین<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. با وجود آنکه که این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک

چرا که آنها نسبت به مبادله سهام با قیمت‌های منصفانه اطمینان بیشتری پیدا خواهند کرد و این عاملی در جهت افزایش میزان مبادلات در بازار سرمایه خواهد شد که اصطلاحاً به آن افزایش نقدینگی بازار سرمایه گفته می‌شود. جاکبی و ژنگ<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت درصد سهام بلوکی در دست سهامداران و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود. سادکا<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اطلاعات حسابداری در محیط بورس نیویورک پرداخت. وی در تحقیق خود نشان داد که با کاهش ریسک‌های مرتبط با اطلاعات حسابداری که از طریق افزایش کیفیت و قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری صورت می‌گیرد، سهام شرکت قابل اتکا بوده و دارای جذابیت خواهد شد و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. لام و تام<sup>۸</sup> (۲۰۱۱) تاثیر نقدشوندگی سهام بر قیمت‌گذاری‌های دارایی‌های سرمایه‌ای را بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام می‌تواند به عنوان عاملی دیگر به مدل‌های قیمت‌گذاری‌های سرمایه‌ای در نظر گرفته شود. از نظر آن‌ها بهترین مدل برای ارزیابی صرف ریسک مرتبط با بازده سهام عامل بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقدشوندگی سهام است. لئوسکی و ورونکو<sup>۹</sup> (۲۰۱۲) به بررسی این مطلب پرداختند که آیا نقدشوندگی سهام همراه با اندازه و ارزش شرکت یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر بازده سهام است. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان می‌دهد بر خلاف آنچه که انتظار می‌رود نقدشوندگی سهام در

در یک نرخ هزینه سرمایه پائین تری تنزیل می‌شوند. بیکر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در محیط (S&P) پرداختند. آن‌ها نشان دادند که افزایش در نقدشوندگی سهام و کاهش در هزینه سرمایه به عنوان نتیجه تعدیل شاخص منجر به افزایش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. یافته‌های تجربی آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش نقدشوندگی منجر به پیش‌بینی بهتر ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه‌گذاری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. این پژوهش به دنبال بررسی این مطلب است که آیا نقدشوندگی سهام منجر به افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود؟ و آیا بین نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار رابطه معنی‌داری وجود دارد؟

## ۲- مروری بر پیشینه موضوعی پژوهش

### تحقیقات خارجی

کینی و میان (۱۹۹۵) به بررسی رابطه پراکندگی مالکیت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری برای نقدشوندگی سهام پرداختند و رابطه معنا‌داری بین این دو متغیر نیافتند. هفلین<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) به این نکته اشاره می‌کند که کیفیت اطلاعات برای نقدینگی بازار مهم است. افشای حسابداری به عنوان وسیله کاهش دهنده عدم تقارن اطلاعاتی در میان مبادله‌کنندگان و به عنوان افزایش‌دهنده توانایی مبادله‌گران سهام برای اجرای مؤثر داد و ستد سهام در هنگام نیاز و با هزینه‌های معقول در نظر گرفته می‌شود. وارن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند با افزایش کیفیت گزارشگری مالی احتمال جذب سرمایه‌گذاران بیشتر می‌شود،

مقایسه با ارزش سهام و اندازه شرکت تاثیر معنی داری بر بازده سهام ندارد.

### تحقیقات داخلی

سعیدی و دادار (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق وجود ارتباط تا شش وقفه مورد بررسی قرار گرفت که رابطه معنی دار بین شاخص نقدشوندگی سهام و شاخص نقدشوندگی سهام در وقفه های زمانی گذشته تأیید گردید و همچنین وجود رابطه مثبت بین شاخص نقدشوندگی پیش بینی شده سهام با شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمیهود مورد تأیید قرار گرفت. ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در تحقیق خود مبنی بر پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام، به این نتیجه دست یافتند که بین نقد شونددگی سهام که معیار آن اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، و پراکندگی مالکیت که معیار آن درصد مالکیت بلوکی سهام است، رابطه معناداری وجود ندارد. بهرامی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون وی نشان داد که تغییرات ساختار سرمایه با تغییرات در نقد شونددگی سهام رابطه منفی و معنی داری دارد. نتایج تحقیق رضاپور (۱۳۸۹) نشان می دهد با توجه به نقش نقدشوندگی در کشف قیمت دارایی ها، توزیع ریسک مالی و کاهش هزینه معاملات، شناخت عوامل موثر بر آن دارای اهمیت است. تحقیق او، شواهدی در ارتباط با نقش مالکیت نهادی در نقدشوندگی سهام ارائه می کند و میزان

مالکیت نهادی شاخصی برای کارکردهای نظارتی و اطلاعاتی نهادها و تمرکز مالکیت نهادی شاخصی برای ایجاد کژگزینی و کاهش سهام شناور آزاد می باشد. قائمی و رحیم پور (۱۳۸۹) تاثیر اعلان سودهای فصلی بر نقدشوندگی سهام را بررسی کرده اند. آنها در بررسی خود از نسبت مؤثر شکاف بین قیمت عرضه و قیمت تقاضا به عنوان معیار نقدشوندگی سهام استفاده کرده اند. نتایج نشان می دهد که در طول دوره مورد مطالعه، پس از اعلانهای سود فصلی نقدشوندگی سهام افزایش قابل ملاحظه ای نداشته است. شورورزی و آزادوار (۱۳۸۹) ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس را بررسی کرده اند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط ویژگی های معاملات سهام با شاخص های متفاوت نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که ویژگی های معاملات سهام، عوامل اصلی نقدشوندگی هستند. این یافته که برخی شاخص ها به گونه ای متفاوت با ویژگی های معاملات سهام برخورد می کنند، نشان می دهد که نقدشوندگی یک مفهوم پیچیده چندبعدی است که هر شاخص فقط می تواند جنبه ای از نقدشوندگی را منعکس کند. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته ها بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین

سهام بر بازده مورد انتظار سهامداران تاثیرگذار است یا خیر؟ برای پاسخ به این پرسش، فرضیه های زیر مطرح می شود

**فرضیه اول:** بین نقد شونددگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری رابطه مثبت وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین نقد شونددگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی وجود دارد

#### ۴- روش شناسی پژوهش

در این تحقیق با استفاده از اطلاعات داده های تاریخی و با بکارگیری روش رگرسیون چند متغیری به آزمون فرضیه می پردازیم. تحلیل های آماری به کمک نرم افزارهای SPSS نسخه ۱۸ و Eviews انجام می شود. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. محدوده زمانی نیز قلمرو زمانی نیز یک دوره ۷ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۲ تا پایان سال ۱۳۸۹ است. نمونه آماری شامل آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط زیر باشند :

- ۱) تا پایان اسفند ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند.
- ۲) در یکسال بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته اند.
- ۳) داده های مورد نیاز آن ها در دسترس باشد.
- ۴) جزء بانک ها، شرکت های مالی و سرمایه گذاری، لیزینگ، بیمه ای و این قبیل نباشند.
- ۵) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن ها مثبت باشد.
- ۶) در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. باباجانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی پرداختند. نتایج نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، از ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی سود کاسته می شود. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، ضریب واکنش سود ابتدا کاهش و سپس افزایش می یابد.

#### ۳- فرضیه های پژوهش

نقد شونددگی سهام شرکت یکی از عوامل مهم در تصمیم گیری های سرمایه گذاران و سهامداران است. این امر علاوه بر سرمایه گذاران و سهامداران، برای شرکت نیز حائز اهمیت است. توسعه و رشد شرکت نیاز به تامین مالی کم هزینه دارد. سرمایه گذاران نیز تمایل به سرمایه گذاری در سهام با نقد شونددگی بالا هستند. به این ترتیب نقد شونددگی بالا می تواند سهام شرکت را مورد توجه قرار داده و تامین مالی شرکت را کم هزینه نماید. در نهایت شرایط امکان تامین مالی ارزان می تواند فرصت های سرمایه گذاری و توسعه شرکت را افزایش و هزینه سرمایه را نیز کاهش می دهد. در این تحقیق این سوال مورد بررسی قرار می گیرد که آیا نقدشوندگی سهام بر فرصت های سرمایه گذاری تاثیرگذار است یا خیر؟ علاوه بر آنچه گفته شد نقد شونددگی سهام یکی از ریسک های مرتبط با سرمایه گذاری را کاهش داده و می تواند بازده سهامداران را کاهش دهد. از اینرو به دنبال سوال اول لازم است بررسی شود که آیا نقدشوندگی

## ۱-۵ اندازه گیری نقد شونددگی سهام

رابین (۲۰۰۷) بیان می کند که نقد شونددگی، توسط یک معیار مطلق قابل اندازه گیری نیست. در متون مالی گاهی برای رساندن مفهوم، به جای واژه نقدشونددگی از واژه بازار پذیری یا قابلیت خرید و فروش استفاده می شود، زیرا هر چه تعداد خریداران و فروشندگان بالقوه یک دارایی بیشتر باشد، آن دارایی نقدشونددگی بیشتری دارد. نقدشونددگی معیارهای زیادی دارد، که هیچ کدام قادر به اندازه گیری تمام ابعاد آن نیستند، معیارهای نقدشونددگی را می توان به دو گروه تقسیم کرد (رابین ۲۰۰۷): الف: معیارهای مبتنی بر معامله: شامل حجم معاملات، فراوانی معاملات و ارزش سهام معامله شده.

ب: معیارهای مبتنی بر سفارش: شامل تفاوت قیمت پیشنهادی عرضه و تقاضا، تفاوت عرضه و تقاضای موثر و عمق بازار. تفاوت بین پایین ترین قیمت پیشنهادی فروش و بالاترین قیمت پیشنهادی خرید، شکاف عرضه و تقاضا نامیده می شود. هرچه شکاف عرضه و تقاضا کمتر باشد، سهام از قابلیت نقدشونددگی بالاتری برخوردار است در این تحقیق برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از مدل ریان (۱۹۹۶) به شرح زیر استفاده خواهد شد.

$$BAS = \frac{AP - BP}{(AP + BP)} \times 100 \quad \text{مدل (۳)}$$

در این مدل متغیرها عبارتند از: BAS: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ . AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

با توجه به این موارد، تعداد شرکت های نمونه، ۹۷ شرکت است.

## ۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

برای آزمون فرضیه اول به پیروی از گرگوریو و انجین (۲۰۱۰) از مدل (۱) به شرح زیر استفاده می شود:

$$CE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

علاوه بر این به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق از مدل (۲) استفاده می شود:

$$E(R)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

متغیرهای مدل های ذکر شده به شرح زیر است:  $CE_{i,t}$ : فرصت های سرمایه گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با درصد تغییرات صورت گرفته در مخارج سرمایه ای، به عبارت دیگر درصد تغییرات در دارایی های ثابت مشهود است. این متغیر معیاری برای اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری است. چرا که برای افزایش فرصت های سرمایه گذاری نیاز است که دارایی های ثابت شرکت افزایش یابد.

$Liq_{i,t}$ : میزان نقد شونددگی سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$BM_{i,t}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$E(R)_{i,t}$ : بازده مورد انتظار سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\beta_1$ : شاخص ریسک سیستماتیک که توسط رابطه زیر محاسبه می‌شود

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, m)}{\sigma_M^2}$$

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### آمار توصیفی

در جدول (۱) آمار توصیفی ارائه شده است. جدول ۱-۴ نشان می‌دهد نشان دهنده نتایج آمار توصیفی است. نکته مورد توجه این است که متوسط بازده مورد انتظار شرکتهای نمونه ۲۲/۷۳ درصد است. این میزان در حدود ۵ درصد بیشتر از متوسط نرخ بهره بدون ریسک است که به نظر معقول می‌باشد. نتایج ضریب چولگی و خطای استاندارد ضریب چولگی نشان دهنده این است که متغیرها دارای چولگی پایینی می‌باشند و خطای استاندارد ضریب چولگی بین بازه +۲ و -۲ است که نشان دهنده نرمال بودن توزیع داده‌ها است (مومنی و فعال فیومی ۱۳۸۷).

BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

#### اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام

برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام از مدل قیمت‌گذاری دارای‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup> (مدل (۴) استفاده می‌شود که به شرح زیر است:

$$E(R)_{i,t} = R_f + \beta_1 (R_m - R_f) \quad (۴)$$

متغیرهای مدل (۴) عبارتند از:

$E(R)_{i,t}$ : بازده مورد انتظار سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 $R_m$ : بازده بازار در سال  $t$  که از طریق بازده شاخص بورس اوراق بهادار تهران (TEDPIX) به شرح زیر تعیین می‌شود.

$$R_m = \frac{\text{TEDPIX}_t - \text{TEDPIX}_{t-1}}{\text{TEDPIX}_{t-1}}$$

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی
$CE_{i,t}$	۷۷۶	-۰/۱	۰/۶۷۵	۰/۱۴۹۵	۰/۱۳۶۴	۱/۸
$E(R)_{i,t}$	۷۷۶	۰/۱۰۲	۰/۶۸۵	۰/۲۲۷	۰/۱۲۰۱	۱/۵۶
$Liq_{i,t}$	۷۷۶	-۰/۱۲۸/۶	۰/۱۳۸/۴	۰/۱۵/۵	۰/۲۹/۴۶	-۰/۳۳
$SIZE_{i,t}$	۷۷۶	۳/۹	۷/۷	۵/۴	۰/۷۱	۰/۵۱
$BM_{i,t}$	۷۷۶	۰/۱۱۴	۰/۸۳	۰/۴۷	۰/۲۷۴	۱/۴۲
$CE_{i,t}$ : فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت $i$ در سال $t$						
$E(R)_{i,t}$ : بازده مورد انتظار سهام شرکت $i$ در سال $t$						
$Liq_{i,t}$ : میزان نقدشوندگی سهام شرکت $i$ در سال $t$						
$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم ارزش بازار شرکت $i$ در سال $t$						
$BM_{i,t}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت $i$ در سال $t$						

جدول (۲): ماتریس همبستگی

		CE <sub>i,t</sub>	E(R) <sub>i,t</sub>	Liq <sub>i,t</sub>	SIZE <sub>i,t</sub>	BM <sub>i</sub>
CE <sub>i,t</sub>	ضریب همبستگی	1	-.013	-.068	.009	.103**
E(R) <sub>i,t</sub>	ضریب همبستگی	-.013	1	-.095**	.012	.075*
Liq <sub>i,t</sub>	ضریب همبستگی	-.068	-.095**	1	.010	.016
SIZE <sub>i,t</sub>	ضریب همبستگی	.009	.012	.010	1	.388**
BM <sub>i</sub>	ضریب همبستگی	.103**	.075*	.016	.388**	1

CE<sub>i,t</sub>: فرصت های سرمایه گذاری شرکت i در سال tE(R)<sub>i,t</sub>: بازده مورد انتظار سهام شرکت i در سال tLiq<sub>i,t</sub>: میزان نقد شوندگی سهام شرکت i در سال t.SIZE<sub>i,t</sub>: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم ارزش بازار شرکت i در سال t.BM<sub>i,t</sub>: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت i در سال t.

\*\* معنی داری در سطح 1٪

\* معنی داری در سطح 5٪

همان طور که جدول (۳) نشان می دهد، سطح معنی داری کمتر از ۵٪ بوده و بنابراین آزمون فرضیه با استفاده از داده های ترکیبی صورت می گیرد.

جدول (۴) نشان دهنده نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق است. همان طور که جدول (۴) نشان می دهد آماره F و P-value آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۷۷) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد، ضریب متغیر نقد شوندگی سهام، یعنی  $\beta_1$  کمتر از ۰/۰۵، مثبت بوده و معنی دار است. به عبارت دیگر نقد شوندگی سهام بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت تاثیر مثبت و معنی داری دارد. از میان متغیرهای کنترلی نیز متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار سهام رابطه مثبت و معنی داری با فرصت سرمایه گذاری دارد. بنابراین در سطح خطای ۵٪ فرضیه اول تأیید می شود.

نتایج جدول ۲-۴ نشان دهنده همبستگی متغیرهای تحقیق می باشد. همان طور که جدول (۲-۴) نشان می دهد در سطح خطای ۵٪ فقط بین متغیر بازده مورد انتظار سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام همبستگی مثبت و معنی داری وجود دارد. هر چند با در نظر گرفتن سطوح دیگری از خطا می توان همبستگی را بین سایر متغیرها مشاهده نمود.

#### نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می دارد: بین بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری رابطه مثبت وجود دارد. با توجه به ساختار داده ها ابتدا آزمون انتخاب داده های ترکیبی یا داده های تابلویی با اثرات ثابت صورت گرفت. جدول (۳) نشان دهنده نتایج آزمون چاو است.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو

آماره F	درجه آزادی	سطح معنی داری
1.06	-86686	0.35



جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه اول متغیر وابسته: فرصت سرمایه‌گذاری

مدل (۱) $CE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + e_{i,t}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
Constant	۰/۱۵۶	۴/۰۶۴	۰/۰۰
نقد شوندگی سهام	۰/۰۹	۲/۴۷	۰/۰۱۳
اندازه شرکت	-۰/۰۲۲	-۰/۵۷	۰/۵۷
ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۱۱۷	۳/۰۲۲	۰/۰۰۳
$R^2$ : ۰/۰۲		$R^2$ : Adj: ۰/۰۱۶	
آماره F: ۵/۲۸		P-value: ۰/۰۰۱	
D-W: ۱/۷۷		N: ۷۷۵	

#### نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد: بین نقد شوندگی سهام و بازده موردانتظار سهامداران رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. مانند فرضیه اول ابتدا آزمون چاو صورت می‌گیرد. جدول (۵) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

با توجه به آنکه سطح معنی داری آماره F کمتر از ۰/۵ است بنابراین آزمون فرضیه دوم نیز با استفاده از داده‌های ترکیبی صورت می‌گیرد.

جدول (۵): نتایج آزمون چاو

آماره F	درجه آزادی	سطح معنی داری
0.88	-86686	0.76

نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از داده‌های ترکیبی به شرح جدول (۶) می‌باشد. همان‌طور که جدول (۶) نشان می‌دهد آماره F و P-value آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۸) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد و ضریب متغیر نقد شوندگی سهام، یعنی  $\beta_1$  کمتر از ۰/۰۵، منفی

بوده و معنی دار است. به عبارت دیگر نقد شوندگی سهام بر بازده مورد انتظار سهام تاثیر منفی و معنی داری دارد. از میان متغیرهای کنترلی، متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار سهام رابطه مثبت و معنی داری با بازده مورد انتظار سهام دارد. بنابراین در سطح خطای ۰/۵ فرضیه دوم تائید می‌شود.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

نقد شوندگی بالای سهام شرکت‌ها یکی از ویژگی‌های مهم آن به شمار می‌آید. سهامی که از نقد شوندگی خوبی برخوردار باشد مورد توجه متقاضیان بازار سرمایه است. شرکت‌ها نیز برای کسب منابع مالی مورد نظر خود توجه ویژه‌ای به بازار سرمایه دارند. تامین منابع مالی مورد نیاز برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صورتی مقرون به صرفه و موثر است که سهام شرکت، تقاضای فراوانی داشته باشد. از اینرو این مقاله به بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بازده مورد انتظار سهام پرداخته است. شواهد به دست آمده نشان دهنده این است

که نقد شوندگی فرصت های سرمایه گذاری را افزایش و بازده مورد انتظار سهام را کاهش می دهد. نتایج این تحقیق مشابه با تحقیق مشابه گرگوریو و انجین (۲۰۱۰) است.

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه دوم متغیر وابسته: بازده مورد انتظار سهام

مدل (۲) $E(R)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1Liq_{i,t} + \beta_2Size_{i,t} + \beta_3BM_{i,t} + e_{i,t}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
Constant	۰/۲۲۵	۶/۶۴۵	۰/۰۰
نقد شوندگی سهام	-۰/۰۹۶	-۲/۶۹۹	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	-۰/۰۱۹	-۰/۵	0.569
ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۰۸۴	۲/۱۶۳	۰/۳۱
$R^2: ۰/۰۱۵$		$R^2, Adj: ۰/۰۱۱$	
F ۳/۹۷: آماره		P-value ۰/۰۰۷:	
D-W ۱/۹۸:		N ۷۷۵:	

#### فهرست منابع

- (۱) ایزدی نیا، ناصر و امیر رسانیان (۱۳۸۹) "پراکندگی مالکیت و نقد شوندگی سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۷، ش ۶۰، صص ۲۲-۳
- (۲) ایزدی نیا ناصر، رامشه منیژه (۱۳۹۰) "نقش ویژگی های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پیشرفت های حسابداری، شماره ۳، ص ۱-۲۷
- (۳) باباجانی جعفر، بولو قاسم، عالیزاده علی (۱۳۹۰) "رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی" فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، ص ۱۹۱-۲۱۱
- (۴) ستایش محمد حسین، کاظم نژاد مصطفی، ذوالفقاری مهدی (۱۳۹۰) "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ص ۷۴-۵۵
- (۵) سعیدی علی، دادار ام البنین (۱۳۸۸) "بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی دروه های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مطالعات مدیریت، شماره شانزده.
- (۶) شورورزی محمدرضا، آزادوار ایمان (۱۳۸۹) "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها" مجله حسابداری مدیریت، شماره ۶، ص ۱۳-۲۳
- (۷) صفری کهره، زهرا (۱۳۸۹) "بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت سهام در بورس

- Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, pp.33-40
- 19) Sadka, R., (2006) "Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: the role of liquidity risk" *Journal of Accounting and Economics* 52, 144-152.
- 20) Warren Bailey, G. Andrew Karolyi, Carolina Salva, (2006), "The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Crosslistings", *Journal of Financial Economics*, No. 81, 175-213
- اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- ۸) قائمی محمد حسین، رحیم پور محمد (۱۳۸۹) "اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، ص ۱۴۵-۱۵۸.
- 9) Amihud, Y., Mendelson, H., (1988) "Liquidity and asset prices: financial management implications". *Financial Management* No17, 5-15.
- 10) Bekaer, G., Harvey, C., Lundblad, C.(2006) "Liquidity and expected returns: lessons from emerging markets". *Review of Financial Studies* 20, 1783-1831.
- 11) Gregoriou, A., Nguyen, N., D (2007) "GMM and present value tests of the C-CAPM under transactions costs: evidence from the UK stock market" *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 20, 267-274
- 12) Heflin, F., Shaw, K., (2005), "Disclosure Quality and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Size", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 22 No.4, pp.829-65.
- 13) Jacoby, G and Steven X. Zheng (2010). "Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*.
- 14) Lam, K.S.K., Tam, L.H.K (2011) "Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market" *Journal of Banking & Finance*, No 35, pp 2217-2230.
- 15) Lischewski, J, Voronkova, (2012) "Size, value and liquidity. Do They Really Matter on an Emerging Stock Market?" *Emerging Markets Review*, No 13 , pp8-25
- 16) Myers, S.C.(1977) "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics* No 5, 147-175.
- 17) Rubin, A., (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, *Journal of Financial Markets*, 10(3),219-248.
- 18) Ryan, H (1996)."The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of

#### یادداشت‌ها

1. Bekaer
2. Rubin
3. Beker
4. Heflin
5. Warren
6. Jacoby And Zheng
7. Sadka
8. Lam.and Tam
9. Lischewski, and Voronkova.
10. Capital Asset Pricing Model(Capm)