

## شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار آن (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)

دکتر حسین کرباسی یزدی<sup>۱</sup>، سیدسعید دریاباری<sup>۲\*</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۱/۲۸

تاریخ دریافت: ۹۴/۹/۷

### چکیده

سرعت و قابلیت نقدشوندگی سهام از عوامل مهم تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری، علاوه بر ریسک و بازده، به میزان نقدشوندگی آنها توجه خاصی دارند. هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار آن در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از روش غربالگری، تعداد ۱۱۵ شرکت از بین جامعه آماری برای دوره ۶ ساله (۱۳۹۱-۱۳۸۶)، به عنوان نمونه، مورد مطالعه قرار گرفت. روش پژوهش، توصیفی و از نوع همبستگی و متغیرهای پژوهش، شامل شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار است که با تکنیک‌های آماری بررسی شد. یافته‌های این پژوهش، بیانگر آن است که بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ای معنادار و به صورت مستقیم وجود دارد.

**کلیدواژه‌ها:** شوک نقدشوندگی سهام، بازده مورد انتظار.

### ۱. مقدمه

موجب کاهش هزینه و ریسک پذیرهنویسان<sup>۴</sup> و بازارسازان می‌شود. علاوه بر آن، هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد. بنابراین، از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقد برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است. این امر، هزینه سرمایه‌ناشران را نیز کاهش می‌دهد. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقد، امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را نیز فراهم می‌آورد (الهی، ۱۳۹۱).

اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت)،

تعریف و اندازه‌گیری نقدشوندگی آسان نیست، اما به طور کلی، نقدشوندگی، توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت تعریف می‌شود. علاوه بر این، ویژگی اصلی بازارهای نقد (دارای نقدشوندگی بالا)، اندک بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. به این معنا که معاملات به روش مقرون به صرفه‌ای اجرا می‌شوند. نقدشوندگی در بازارهای ثانویه در موفقیت عرضه‌های عمومی نقش تعیین‌کننده‌ای دارد و

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب

پست الکترونیکی نویسنده مسئول:

saeed@gmail.com

3. liquid market

4. underwriters

زیرا برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است، به‌سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند. سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار از سوی سرمایه‌گذاران است. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها حایز اهمیت است. زیرا سرمایه‌گذاران به این مسئله 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 ممکن است، موجب 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 شود. شواهد تجربی نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی در تصمیم‌گیری‌ها می‌تواند نقش مهمی ایفا کند. به سخن دیگر، برخی سرمایه‌گذاران ممکن است، به‌سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی، قدرت نقدشوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد.

در زمینه نقدشوندگی و بازده سهام، پژوهش‌های متعددی انجام شده است؛ اما تاکنون پژوهشی که در آن، رابطه بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار آن بررسی شده باشد، انجام نشده است. از این رو، در پژوهش حاضر، درباره رابطه بین شوک نقدشوندگی سهام (به‌عنوان یکی از مفاهیم مرتبط با نقدشوندگی سهام) و بازده مورد انتظار آن در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی می‌شود. بنابراین، پرسش زیر مطرح می‌شود:

آیا بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه‌ای وجود دارد یا خیر؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. نقدشوندگی بازار

نقدشوندگی، یکی از ویژگی‌های مطلوب بازارهای رقابتی

سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی، صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام، می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. نیاز به درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش معامله‌گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری است (هیسو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

سرمایه‌گذاران در پی آنند تا در اقلامی از دارایی‌های ممکن سرمایه‌گذاری کنند که دارای مشخصات زیر باشد:

۱. بیشترین بازده، ۲. کمترین ریسک، ۳. بیشترین قدرت نقدشوندگی.

قدرت نقدشوندگی به‌معنای پرمعامله بودن آن در بازار معاملات بورس است، به‌طوری که (آمیهود<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲) قدرت نقدشوندگی را به‌عنوان شاخصی، همانند شاخص ریسک معرفی کرده است و بیان می‌دارد، هرچه قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت مگر آنکه بازده بیشتری عاید دارنده آن کند (یحیی‌زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). هدف از سرمایه‌گذاری قبل از هر چیز، افزایش ارزش و یا حداقل حفاظت از دارایی مالی است. بنابراین، به‌نظر می‌رسد، ارزیابی عملکرد بده برای سرمایه‌گذاران از لحاظ نقدشوندگی مهم است، خواه یک فرد، به‌صورت انفرادی بده خود را بررسی کند و یا بده یک شرکت سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهد.

یکی از روش‌هایی که برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران به‌کار می‌رود، گزینش مناسب از منابع اصلی سودآوری است که در آن، ترکیب منابع مالی با خصوصیات همچون بازده مورد انتظار در سطح بالایی باشد و نرخ بازده بیشتری را تحصیل کند (مرتال<sup>۳</sup> و لیسون<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲).

در هر بازار مالی، باتوجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای گوناگونی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است؛

1. Hyeesoo, H.

2. Amihud

3. Mortal, Sandra

4. Lipson, Marc

تمرکز دارند و در پی بهترین تعریف از نسبت عدم نقدشوندگی هستند. در این رابطه، آمیهود (۲۰۰۲)، نسبت عدم شوک نقدشوندگی را به صورت نسبت قدر مطلق بازده روزانه سهام به حجم معامله آن سهم در همان روز تعریف کرده است. یکی دیگر از مواردی که به تازگی مدنظر قرار گرفته، میزان سهام شناور شرکت است. سهام شناور آزاد، درصدی از سهام یک شرکت است که برای معامله در بازار سهام در دسترس سرمایه‌گذاران بوده، بدون هیچ‌گونه محدودیتی قابل معامله باشد (چانگ<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۱).

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان یکی از اجزای ساختار بازار، به تازگی در ادبیات مالی، اهمیت زیادی یافته است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه محسوب می‌شود. بسیاری از پژوهش‌ها از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، به عنوان معیار شوک نقدشوندگی استفاده کرده‌اند. شوک نقدشوندگی یا اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با عوامل متعددی در ارتباط است. از این عوامل، می‌توان به اجزای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی، هزینه‌های انتخاب نادرست و غیره اشاره کرد (رسانیان، ۱۳۸۹).

### ۳-۲. بازده

بازده، در فرایند سرمایه‌گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده ناشی از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران حایز اهمیت است، برای اینکه تمامی بازی سرمایه‌گذاری به منظور کسب بازده انجام می‌گیرد. ارزیابی بازده، تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که سرمایه‌گذاران می‌توانند برای مقایسه سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. برای درک بهتر عملکرد سرمایه‌گذاری، اندازه‌گیری بازده واقعی (مربوط به گذشته) لازم است. به‌ویژه اینکه بررسی

است. نقدشوندگی به صورت امکان انجام معاملات به سرعت، با هزینه اندک و بدون تحت تأثیر قراردادان شدید قیمت تعریف شده و تعیین‌کننده اصلی، امکان ادامه حیات بازارها بیان شده است. این پدیده در بازارهای آتی نیز منشأی دوام و ماندگاری، و شاخص مهمی برای بررسی کارایی و بلوغ این بازارها در نظر گرفته می‌شود (یحیی‌زاده‌فر، ۱۳۸۷). از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر نقدشوندگی نیز می‌توان به مواردی چون، تمرکز مالکیت، میزان سهام شناور آزاد، واسطه‌های خارجی، دسترسی به بازار، معامله اینترنتی، آزادسازی حساب سرمایه، هزینه‌های معامله، زیرساخت‌های معاملاتی، محصولات، پذیرش متقابل، مشارکت سرمایه‌گذاران جزء، تجدید ساختار بورس‌ها، راهبری شرکتی، ارتباطات بین بازارها و غیره اشاره کرد (کانگرتنام<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

### ۲-۲. شوک نقدشوندگی سهام و عوامل مربوط به آن

یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، ارزشیابی دارایی‌ها است. ارزش ذاتی هر دارایی، عبارت است از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی دارایی، که علاوه بر زمان وقوع، نرخ تنزیل نیز مورد توجه قرار می‌گیرد. نرخ تنزیل یا بازده مورد انتظار هر دارایی، نشان‌دهنده بازدهی از دست رفته، تحت شرایط ریسک مساوی، ناشی از تحصیل آن دارایی است. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها، قابلیت شوک نقدشوندگی آنها است. هرچه بازارها توسعه یابند، ابزارهای جدیدتری برای پاسخگویی به نیازهای سرمایه‌گذاران تعریف می‌شوند. سرمایه‌گذاران در صورتی دارایی با ریسک بالاتر را می‌پذیرند که بازده بالاتری را عاید آنها سازد و بنابراین، یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی، قابلیت شوک نقدشوندگی آن است. هرچه شوک نقدشوندگی کمتر باشد، سهم جذابیت کمتری پیدا می‌کند. پژوهش‌های اخیر بر نگرش سرمایه‌گذاران در مورد شوک نقدشوندگی و اینکه آیا شوک نقدشوندگی نماینده فاکتور ریسک سیستماتیک است یا خیر،

و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات (نهانی) برای ارزیابی نقدشوندگی استفاده کردند و دریافتند شرکت‌هایی با راهبری بهتر، شکاف قیمتی باریک‌تر، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معامله را بر پایه اطلاعات نهانی دارند.

ساندرا مرتال و مارک لپسون (۲۰۱۲)، در پژوهش خود، ارتباط بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه در بازار سهام نزدیک را بررسی، و وجود رابطه معنی‌داری را بین آنها اثبات کردند. آنان به این نتیجه رسیدند که با افزایش نقدشوندگی سهام، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد و شرکت‌ها ترجیح می‌دهند، از طریق سهام، تأمین مالی کنند.

اگاروال<sup>۴</sup> (۲۰۱۱)، درباره رابطه بین نقدشوندگی و مالکیت نهادی، از دو منظر کژگزینی و کارایی اطلاعاتی بررسی انجام دادند. او به رابطه‌ای غیرخطی بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی دست یافت. در سطوح مالکیت پایین‌تر فرضیه کژگزینی حاکم است؛ در حالی که با افزایش سطح مالکیت نهادها، نقدشوندگی افزایش می‌یابد. به این معنا که هر دو کارکرد ایجاد کژگزینی و کارایی اطلاعاتی نهادها وجود دارد و در تعامل با یکدیگر هستند.

روبین<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) دریافت، میزان مالکیت، شاخصی برای فعالیت معاملاتی است و تمرکز مالکیت، شاخصی برای کژگزینی و عدم تقارن اطلاعاتی است. او به این نتیجه رسید که نقدشوندگی، به‌طور بااهمیتی به مالکیت سهامداران نهادی مرتبط است. نقدشوندگی، با افزایش سطح مالکیت بیشتر می‌شود و با افزایش تمرکز مالکیت، کاهش می‌یابد.

جاکبی<sup>۶</sup> و ژنگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۰)، با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۵۷۶ شرکت امریکایی (۱۰۷۱ شرکت از NYSE، ۳۲۳ شرکت از AMEX و ۲۱۸۲ شرکت از NASDAQ)، رابطه پراکندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها، بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت، به بهبود نقدشوندگی

بازده مربوط به گذشته در تخمین و پیش‌بینی بازده‌های آتی نقش زیادی دارد (تهرانی، ۱۳۸۴).

در ارتباط با مفهوم بازده، مارکویتز معتقد است که امکان دارد، تعریف بازده، از یک سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذار دیگر متفاوت باشد؛ ولی در هر صورت، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند بیشترین آن عایدشان شود تا کمترین. در همین ارتباط، فرانسیس نیز عقیده دارد، سرمایه‌گذاری را اگر نوعی از واگذاری پول تلقی کنیم که انتظار می‌رود، پول اضافی از آن عاید شود، در این صورت، هر سرمایه‌گذاری، درجه‌ای از ریسک دربر خواهد داشت که مستلزم ازدست‌دادن آن پول در زمان حال، برای به‌دست آوردن بازده آتی است (حیدری، ۱۳۹۰).

## ۴-۲. پیشینه پژوهش

### ۴-۲-۱. پژوهش‌های خارجی

بکر<sup>۱</sup> و ستین<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در مطالعات خود، به این نتیجه رسیدند که نقدینگی بالا در شرکت برای سرمایه‌گذاران بسیار جذاب است، به‌نحوی که کشش تقاضای غیرمنطقی زیادی را برای خرید سهام به‌وجود می‌آورد. و این جاذبه و اطمینان کاذب، موجب می‌شود که سرمایه‌گذار نسبت به جریان اطلاعاتی که بر کاهش قیمت سهام تأکید دارد، کمتر واکنش نشان دهد و این امر به رشد صرف سهام منتهی می‌شود. این عامل، باوجود محدودیت‌های فروش در کوتاه‌مدت و وجود سرمایه‌گذاران ناآگاه تشدید می‌شود.

چانگ<sup>۳</sup> و دیگران (۲۰۱۳)، در پژوهشی، رابطه بین راهبری شرکت و نقدشوندگی بازار را با استفاده از شاخص ویژگی‌های راهبری مؤثر بر شفافیت مالی و عملیاتی بررسی کردند. شاخص مذکور، براساس ۲۴ استاندارد راهبری برگزیده از میان استانداردهای مؤسسه خدمات سهامداران، نهادی است که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی شرکت دارند. آنها به‌علاوه، از معیارهایی چون شکاف قیمتی، اثر قیمتی

1. Baker, M.

2. Stein, J.

3. Chung, K.

4. Agarwal, P.

5. Rubin, A.

6. Jacoby, G.

7. Zheng, Steven X.

ریسک عدم نقدشوندگی در قیمت‌گذاری دارایی‌ها»، عامل ریسک عدم نقدشوندگی در بازار سهام اسپانیا را در فاصله زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۲ بررسی کردند. آنها در این پژوهش از عوامل کنترلی اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، به‌عنوان معیار عدم نقدشوندگی که از سوی آمیهود (۲۰۰۲) پیشنهاد شده است، استفاده کرده‌اند. مدل مورد استفاده آنها در پژوهش برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها، مدل فاما و فرنچ است. بنا به عقیده نویسندگان مقاله، استفاده از نسبت عدم نقدشوندگی دارای دو مزیت عمده است:

اول اینکه این نسبت دارای مبانی نظری مستدل و محکمی است و به همین دلیل قابل اتکاتر است؛ دوم اینکه داده‌های مربوط به نسبت عدم نقدشوندگی به راحتی به دست می‌آید.

بر اساس ادبیات مالی، آنها عنوان می‌کنند که دارایی‌هایی که دارای درجه نقدشوندگی پایین‌تری هستند، انتظار می‌رود، نرخ بازده بیشتری داشته باشند. به همین دلیل، این پژوهش به این نتیجه می‌رسد که عامل عدم نقدشوندگی، به‌عنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت‌گذاری دارایی‌ها باید مورد توجه قرار گیرد.

## ۲-۴-۲. پژوهش‌های داخلی

الهی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «مطالعه رابطه بین خصمشی‌های تقسیم سود سهام با معیارهای مختلف نقدشوندگی و عامل عدم نقدشوندگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بیان می‌دارد که باتوجه به اهمیت نقدشوندگی سهام شرکتهای در بازار سرمایه، پژوهش حاضر در پی بررسی عوامل مؤثر بر نقدشوندگی است. در این راستا، تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر نقدشوندگی سهام شرکتهای مورد آزمون قرار گرفته است. در این پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه برای کلیه اطلاعات استفاده شده است. کلیه فرضیه‌ها بر روی ۱۸۵ عضو نمونه

سهام منجر می‌شود.

چانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۰)، در پژوهشی با عنوان «نقدشوندگی و بازار سهام ژاپن»، رابطه بازده سهام شرکتهای و قدرت نقدشوندگی آن را بررسی کردند. آنها پژوهش خود را در دو بخش انجام دادند: در بخش اول، نقش سطوح نقدشوندگی و عدم نقدشوندگی و تأثیرات نوسانات آن را در قیمت‌گذاری سهام در شرکتهای غیرمالی<sup>۲</sup> بررسی کردند. در بخش دوم که بخش اصلی پژوهش آنها نیز بود، نقش دو معیار نقدشوندگی که شامل حجم معاملات سهام و حجم معاملات دلار است را در بازار سهام توکیو بررسی کردند. آنها همچنین با استفاده از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و لیو<sup>۳</sup>، عدم نقدشوندگی بازار سهام توکیو را اندازه‌گیری کردند و در نهایت، به این نتیجه رسیدند که یک ارتباط منفی (مثبت) قوی بین نقدشوندگی (عدم نقدشوندگی) و بازده سهام وجود دارد.

فانگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی با عنوان «نقدشوندگی بازار سهام و ارزش شرکت»، رابطه بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت را بررسی کردند. در این پژوهش، معیار Q توبین، به‌عنوان شاخص عملکرد، و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به‌عنوان معیار نقدشوندگی سهام در نظر گرفته شد. Q توبین محاسبه شده در این پژوهش از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال مالی به دست می‌آید. از سویی دیگر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نیز از تقسیم اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به دست می‌آید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه‌ای مثبت و قوی بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت وجود دارد. به عبارت دیگر، پژوهشگران بیان می‌کنند، نقدشوندگی سهام با استفاده از سودآوری عملیاتی باعث افزایش عملکرد شرکت می‌شود.

مارسلو<sup>۵</sup> و کوپروس<sup>۶</sup> (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان «نقش

1. Chang, Yuk Ying  
2. non-finance companies  
3. Liu

4. Fang, Vivian W.  
5. Marcelo, Miralles  
6. Quiros, Miralles

کرده‌اند. در این پژوهش از الگوی سری زمانی برای یک دوره زمانی، از فروردین ۱۳۷۸ تا اسفند ۱۳۸۴ به‌طور ماهانه در بورس اوراق بهادار تهران بهره‌گیری شده که تمامی شرکت-های موجود در بورس اوراق بهادار که سهام آنها حداقل ۱۰۰ روز در طی حداقل ۹ ماه در بورس مورد معامله قرار گرفته باشند را شامل می‌شود. همچنین، به‌منظور کاهش همبستگی بین این متغیرها از روش تشکیل پرتفوی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته پژوهش تأثیر معنی‌دار داشته‌اند. به این معنی که تأثیر عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مازاد بازده سهام، منفی، اما تأثیر مازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام، مثبت بوده است.

### ۳. فرضیه پژوهش

بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار رابطه معناداری وجود دارد.

### ۴. متغیرهای پژوهش

#### ۴-۱. متغیر مستقل

شوک نقدشوندگی: این معیار از بازده روزانه یک سهم، به‌ازای تغییر حجم ریالی معامله سهم در یک روز که از میانگین سه ساله همین معیار کسر شده است و بر میانگین دوازده ماهه تقسیم می‌شود، به‌دست می‌آید (تران<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

$$ILLIQU_{i,t} = \frac{ILLIQ_{i,t} - AVGILLIQ_{i,t-3,t-1}}{SDILLIQ_{i,t-3,t-1}}$$

$$ILLIQ_{i,t} = Avg \left[ \frac{|R_{i,d}|}{VOLD_{i,d}} \right]$$

$ILLIQ_{i,t}$ : معیار شوک نقدشوندگی

$R_{i,d}$ : نشان‌دهنده بازده سهم

$SDILLIQ$ : میانگین دوازده‌ماهه نقدشوندگی سهام

$VOLD_{i,d}$ : نشان‌دهنده حجم ریالی معامله سهم

انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، در سطح ۹۵ درصد اطمینان بین سیاست تقسیم سود و رتبه نقدشوندگی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. و بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی با روش نرخ گردش، نسبت آمیوست و نسبت آمیهدو رابطه معناداری وجود ندارد.

وهایی (۱۳۹۱)، در پژوهشی، رابطه نقدشوندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران را بررسی کرده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و بی‌معنی بین میزان نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد و همچنین، سودآوری و ارزش بازار دارایی/ ارزش دفتری دارایی بر این رابطه مؤثر است و نتایج این پژوهش می‌تواند به مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، برای تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه بهینه یاری کند.

نکونام (۱۳۹۰)، در پژوهشی با عنوان «تبیین رابطه بین ساختار مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، تأثیر ساختار مالکیت را از دو جنبه نوع مالکیت و تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام بررسی کرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین سطح مالکیت نهادی، سطح مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با نقدشوندگی سهام، رابطه معکوس (منفی) وجود دارد. و بین سطح مالکیت شرکتی و نقدشوندگی سهام رابطه مستقیم (مثبت) وجود دارد. درمورد مالکیت خارجی، اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه آماری باشد، مشاهده نشد. باتوجه به نتایج به‌دست‌آمده، می‌توان نتیجه گرفت که یکی از عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی سهام، ساختار مالکیت شرکت‌ها است.

یحیی‌زاده‌فر و خرم‌دین (۱۳۸۷)، در پژوهشی با عنوان «عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، باتوجه به اهمیت رابطه بین ریسک و بازده، تأثیر ریسک عدم نقدشوندگی و عوامل نقدشوندگی — شامل مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار — بر مازاد بازده سهام را بررسی

## ۲-۴. متغیر وابسته

بازده مورد انتظار<sup>۱</sup>: بازده مورد انتظار سرمایه، بازدهی است که سهامداران انتظار دستیابی به آن را دارند، برای اینکه احساس کنند به اندازه کافی پاداش دریافت کرده اند. (همان) بازده مورد انتظار بازار که از رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$R_{m,t} = \frac{TEDPIX_{t+1} - TEDPIX_t}{TEDPIX_t}$$

که در آن: TEDPIX، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران است.

شایان ذکر است برای توضیح بیشتر مدل این پژوهش، می توان اشاره کرد که در پژوهش حاضر، برای کنترل نقدینگی و بررسی آن از متغیرهای موجود در مدل مطرح شده در این زمینه برای تخمین نقدینگی و بازده مورد انتظار استفاده خواهد شد. مدل زیر، مدل اصلی در برآورد هرچه بهتر بازده مورد انتظار است.

$$r = R_f + \beta_i \cdot (R_i - R_f) + b_s \cdot SMB + b_v \cdot HML + \alpha$$

$$R_i = \text{بازده سهام شرکت}$$

بازده واقعی سهام  $i$  در روز  $t$  است و از رابطه زیر محاسبه

می شود:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{t+1} - P_t) + D + M + N}{P_t}$$

$$P_{t+1} = \text{قیمت در روز پس از } t$$

$$P_t = \text{قیمت در روز } t$$

$$D = \text{سود خالص}$$

$$M = \text{مزایای حق تقدم}$$

$$N = \text{مزایای سود سهمی}$$

$$r = \text{بازدهی مورد انتظار}$$

## ۳-۴. متغیر کنترلی پژوهش

نرخ بازده بدون ریسک: برابر است با نرخ بهره اوراق

مشارکت دولتی. این نرخها از سایت بانک مرکزی استخراج شده است.

هزینه حقوق صاحبان سهام، منهای نرخ بازده بدون ریسک:

$$(K_e - R_f)$$

$K_e$  = هزینه حقوق صاحبان سهام، در این پژوهش، با استفاده از مدل رشد گوردون محاسبه شده است.

در پژوهش حاضر، نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی ( $K_e$ ) از تقسیم سود نقدی که شرکت به سهامداران پرداخت کرده، بر قیمت سهام شرکت به دست آمده است.

$$K_e = \frac{D_0}{P_0} + g$$

$$D_0 = \text{سود نقدی پرداختی به ازای هر سهم}$$

$$P_0 = \text{قیمت بازار هر سهم}$$

$g$  = نرخ رشد سود سهام پرداختی (برابر است با درصد رشد سود پرداختی در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  به ازای هر سهم)

$R_f$  = نرخ بازده بدون ریسک است که برابر است با نرخ بهره اوراق مشارکت دولتی. این نرخها از سایت بانک مرکزی استخراج شده است.

اندازه شرکتها:

$SMB$  = عامل ریسک بازده سهام که به اندازه شرکتها مربوط است.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکتها:

$HML$  = عامل ریسک بازده سهام که مربوط به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکتها در ماه  $t$  است.

## ۴-۴. مدل پژوهش

پاستور و استانبرگ<sup>۲</sup>، به مدل تخمین مورد انتظار بازده سهام مورد اشاره در بالا، فاکتور جدیدی را افزودند که از آن برای بررسی تغییرات عوامل مؤثر در کل نقدینگی شرکت، به عنوان عوامل اثرگذار بر شوک نقدشوندگی، که آن را با ( $ILLIQU_{i,t}$ ) نشان می دادند، استفاده کردند.

1. expected return

2. Pastor and Stambaugh

ماهانامه بورس اوراق بهادار، سایت مطالعات و پژوهش بورس اوراق بهادار و سایر سایت‌های معتبر و نرم‌افزار تدبیرپرداز نسخه ۲ گردآوری شده است. متغیرهای این پژوهش با نرم‌افزار Excel ویرایش ۲۰۱۱، محاسبه و سپس تجزیه و تحلیل شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، به همراه نتایج آن، باتوجه به خروجی‌های به‌دست‌آمده از نرم‌افزار Eviews، انجام شده است.

در این پژوهش، باتوجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، برای بررسی تأثیر شوک نقدشوندگی سهام بر بازده مورد انتظار، از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. به‌علاوه، اطلاعات جمع‌آوری شده مربوط به ۱۱۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۶ است.

## ۶. تجزیه و تحلیل نتایج

### ۶-۱. آمار توصیفی

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	بازدهی مورد انتظار	نرخ بازده بدون ریسک	عامل ریسک بازده سهام که به اندازه شرکت‌ها مربوط است	عامل ریسک بازده سهام که مربوط به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها است	شوک نقدشوندگی	هزینه حقوق صاحبان سهام منهای نرخ بازده بدون ریسک
تعداد داده‌ها	۶۹۰	۶۹۰	۶۹۰	۶۹۰	۶۹۰	۶۹۰
میانگین	۰/۰۹۹۵۰۲	۰/۱۷۰۸۸	۵/۷۹۵۶۴۶	۰/۶۵۳۶۰۲	-۰/۰۰۰۳۷۶	۲/۳۲۱۳۷۱
میانه	۰/۰۴۸۰۱۹	۰/۱۷	۵/۷۵۵۵۲۸	۰/۴۵۶۶۳۷	۰/۰۰۰۰۰۷۲	.
مد	-۰/۲۱۴۵ <sup>۵</sup>	۰/۲	.	.	.	.
انحراف معیار	۰/۲۴۵۸۵۳۶	۰/۰۲۱۷۱۱	۰/۷۸۲۴۲۴۴	۰/۶۲۴۲۷۳۲	۰/۰۰۸۴۸۱۱۲۲۱	۴۷/۳۴۴۷۲۸۸
واریانس	۰/۰۶	.	۰/۶۱۲	۰/۳۹	.	۲۳۴۱/۵۳۳
چولگی	۰/۴۰۳	۰/۴۴۸	-۲/۵۶۹	۲/۷۷۲	-۱۳/۹۹۶	۲۵/۸۳۷
کشیدگی	-۱/۳۹۴	-۱/۵۸۴	۲۰/۶۵۸	۱۲/۸۲۱	۲۲۹/۹۷۵	۶۷۳/۰۳
کمینه داده	-۰/۲۱۴۵	۰/۱۵	.	.	-۰/۱۵۱۹۳۷۰۷	-۱/۲
بیشینه داده	۰/۸۵۱	۰/۲	۸/۰۰۷۴	۵/۸۳۱	۰/۰۳۳۶۳۹۱۱۲	۱۳۳۴/۲۳۲۱

$$r = R_f + \beta_i \cdot (K_e - R_f) + b_s \cdot SMB + b_v \cdot HML + ILLIQU_{i,t}$$

## ۵. روش پژوهش، گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش کاربردی است و در آن، از طرح شبه‌تجربی و رویکرد پس‌رویدادی استفاده شده است. از این روش زمانی استفاده می‌شود که داده‌ها از محیطی که به‌گونه طبیعی وجود داشته یا از واقع‌های که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر روی داده است، فراهم شود. این نوع پژوهش، به دلیل اینکه پژوهشگر دخالتی در داده‌ها ندارد، دارای روایی بیرونی بالایی است. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، از روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی استفاده شده است. مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی، و داده‌های میدانی مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و



در جدول ۱ نشان داده شده است که متغیرهای پژوهش دارای چه ویژگی‌هایی هستند، سطر اول این نگاره بیان می‌کند که کلیه داده‌ها برای تمامی متغیرهای مورد مطالعه، برابر ۶۹۰ عدد سال است و سطر دوم میانگین متغیرهای جمع‌آوری شده را به تفکیک نشان می‌دهد، که برای مثال، میانگین بازدهی مورد انتظار ۰/۰۹۹۵۰۲ است. سطر ششم، واریانس و پراکندگی متغیرها، حول میانگین نشان می‌دهد که واریانس بازدهی مورد انتظار ۰/۰۶ است. در سطرهای هفتم و هشتم، میزان چولگی و کشیدگی داده‌ها، نسبت به منحنی نرمال زنگوله‌ای شکل نشان داده شده است که در بین متغیرهای پژوهش، بازدهی مورد انتظار با عدد ۰/۴۰۳ دارای چولگی به راست است. در سطر نهم و دهم، تغییرات بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین اعداد، به‌عنوان دامنه تغییرات توصیف شده است، که در این میان، برای متغیر بازدهی مورد انتظار دارای کمینه داده، برابر ۰/۲۱۴۵ - و مقدار بیشینه، برابر ۰/۸۵۱ است.

## ۲-۶. آمار استنباطی

### ۱-۲-۶. فرضیه پژوهش

بین شوگ نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

### آزمون فرضیه پژوهش

$H_0$  = بین شوگ نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

$H_1$  = بین شوگ نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار رابطه معنی‌داری وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

گاهی دو یا چند متغیر تأثیر عمده‌ای روی متغیر وابسته ای دارند. در این وضعیت از رگرسیون چندگانه برای پیش‌بینی متغیر وابسته استفاده می‌شود. در رگرسیون چندگانه نیز فرض خطی بودن رابطه بین متغیرها برقرار است. بر همین اساس، معادله رگرسیون چندگانه با سه متغیر به شکل زیر تعریف می‌شود.

$$r = R_f + \beta_i.(K_e - R_f) + b_s . SMB + b_v . HML + ILLIQU_{i,t}$$

جدول ۲. ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آزمون دوربین - واتسون بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

مدل	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	خطای معیار تخمین	دوربین - واتسون
۱	۰/۸۶۸ <sup>a</sup>	۰/۸۳۶	۰/۸۳۵	۰/۰۶۲۴۲۳۹	۲/۱۳۳
۲	۰/۸۶۹ <sup>b</sup>	۰/۸۳۹	۰/۸۳۷	۰/۰۶۰۹۹۸	

تغییرات متغیر وابسته (بازده مورد انتظار) را می‌توان از طریق مدل توضیح داد. ضریب تعیین تعدیل‌شده، برابر ۰/۸۳۷ است. تفاوت ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده ممکن است ناشی از حجم نمونه و تعداد متغیرها باشد. در صورتی که نمونه کوچک باشد، ضریب تعیین تعدیل‌شده برای تفسیر مناسب‌تر است، با بزرگ‌تر شدن حجم نمونه، این دو ضریب به هم

در رگرسیون چندگانه، به جای ضریب همبستگی معمولی، ضریب همبستگی چندگانه استفاده می‌شود.

باتوجه به جدول ۲، ضریب همبستگی چندگانه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته، برابر ۰/۸۶۹ است که نشان‌دهنده همبستگی بسیار قوی بین متغیر وابسته و متغیر مستقل است. ضریب تعیین برابر ۰/۸۳۹ است؛ یعنی ۸۳/۹ درصد از

در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد. بنابراین، فرض  $H_0$  (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول ۳، حاوی تحلیل واریانس رگرسیون، به‌منظور بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین متغیرها است.

نزدیک می‌شوند. مقدار خطای معیار تخمین به‌دست‌آمده در جدول ۲، نشان از کم‌بودن پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون دارد.

آماره آزمون دوربین - واتسون، برابر ۲/۱۳۳ است که

جدول ۳. تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA) متغیرهای مستقل و وابسته

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
۱	رگرسیون	۱	۳۶/۰۹	۹۲۶۱/۶۵۶	۰/۰۰۰ <sup>a</sup>
	باقیمانده	۶۳۱	۰/۰۰۴		
	کل	۶۳۲	۳۸/۵۴۹		
۲	رگرسیون	۲	۱۸/۱۰۳	۴۸۶۵/۲۷۹	۰/۰۰۰ <sup>b</sup>
	باقیمانده	۶۳۰	۰/۰۰۴		
	کل	۶۳۲	۳۸/۵۴۹		

آماره F از تقسیم میانگین مربعات رگرسیون بر میانگین مربعات باقیمانده به‌دست می‌آید. در جدول ۳، آماره F، برابر ۴۸۶۵/۲۷۹، حاکی از معنی‌داربودن رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. مقدار P-Value به‌دست‌آمده، گواه بر این مدعا است. بنابراین، فرض  $H_0$  رد می‌شود و وجود رابطه معنی‌دار بین شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار تأیید می‌شود.

نگاره فوق نشان دهنده آنالیز واریانس برای معنی‌داربودن رگرسیون چندگانه است.

براساس این خروجی، معنی‌داری کل مدل رگرسیون از طریق نگاره (ANOVA) و نیز فرضیه آماری زیر آزمون می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0 \\ H_1 : \beta_j \neq 0 \end{cases}$$

دست کم یکی از بتاها صفر نیست

جدول ۴. ضرایب معادله رگرسیون (Stepwise) متغیرهای مستقل و متغیر وابسته

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	سطح معنی‌داری	Collinearity Statistics	
		B	Beta			VIF	تلورانس
۱	ضریب ثابت	۱/۷۷۷-	۰/۰۲۰	۹۰/۲۸۶-	۰/۰۰۰		
	شوک نقدشوندگی سهام	۱۰/۹۸۰	۰/۱۱۴	۹۶/۲۳۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
۲	ضریب ثابت	۱/۷۹۳-	۰/۰۱۹	۹۲/۱۹۲-	۰/۰۰۰		
	شوک نقدشوندگی سهام	۱۰/۹۹۴	۰/۱۱۲	۹۸/۵۸۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
	عامل ریسک بازده سهام که مربوط به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها است	۰/۰۲۳	۰/۰۰۴	۵/۵۵۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰

### ۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به ضریب همبستگی به‌دست‌آمده بین شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار که برابر  $0/869$  است و همچنین سطح معنی‌داری که کوچک‌تر از  $0/05$  است ( $0/000 < 0/05$ )، می‌توان نتیجه گرفت که با  $95\%$  اطمینان فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  پذیرفته می‌شود. به سخن دیگر، بین شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

ضریب تعیین محاسبه‌شده نیز عدد  $0/839$  را نشان می‌دهد که عدد بسیار بالایی است و برازش مناسبی از تغییرات بازده مورد انتظار ارائه می‌کند. این مطلب نشان‌دهنده آن است که با استفاده از مدل می‌توان  $83/9\%$  درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داد.

مقادیر آماره  $t$  به‌دست‌آمده در نگاه برای متغیر مستقل شوک نقدشوندگی سهام، حاکی از معنی‌دار بودن ضرایب این متغیر است. رابطه متغیر مستقل شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار، با توجه به آماره  $t$  به‌صورت مستقیم است؛ یعنی با افزایش شوک نقدشوندگی سهام، بازده مورد انتظار افزایش می‌یابد و برعکس.

یافته پژوهش با نتایج پژوهش چانگ و دیگران در سال  $2013$ ، حیدری در سال  $1390$ ، یحیی‌زاده فرد و همکاران در سال  $1387$ ، یکسان و متجانس بوده است و یافته این پژوهش با نتایج هیچ پژوهشی نامتجانس نبوده است.

### ۷-۱. پیشنهادهای حاصل از پژوهش

- به سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به ارتباط بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار توجه ویژه‌ای داشته باشند؛ زیرا با توجه به نتایج حاصل از فرضیه این پژوهش، بین شوک نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهام، رابطه‌ای بسیار قوی و مستقیم وجود دارد و این مطلب نشان‌دهنده آن است که با افزایش شوک نقدشوندگی سهام بر میزان بازدهی مورد انتظار سهامداران افزوده خواهد شد. بنابراین، اگر سهامداران می‌خواهند بازدهی بالاتری از

آزمون‌های مربوط به هر یک از ضرایب رگرسیون، یکی از آزمون‌های واقعی فرضیه‌ها درباره پارامترهای مدل برای اندازه‌گیری مناسب مدل رگرسیون مورد استفاده قرار می‌گیرد. برای بررسی معنی‌دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل از آماره  $t$  استفاده شده است.

باتوجه به جدول شماره ۴، آماره  $t$  برای متغیر شوک نقدشوندگی سهام در سطح اطمینان  $95\%$  معنی‌دار است، که مقادیر P-Value به‌دست‌آمده در ستون مربوط گواه بر این مدعا است. بنابراین، فرض  $H_0$  رد می‌شود و نباید این متغیر را از مدل رگرسیونی خارج کرد.

در ستون ضرایب (B)، به ترتیب، مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است. در ستون عامل تورم واریانس (VIF)، تمامی مقادیر کمتر از  $5$  است که نشان از عدم هم‌خطی میان متغیرهای مستقل است. در ستون ضرایب استانداردشده، مقدار ضریب بتا، شوک نقدشوندگی سهام برابر  $0/969$  نشان‌دهنده رابطه بسیار قوی بین شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار است.

معادله رگرسیون به‌صورت زیر است:

$$r = -1.793 + 0.023 * HML + 10.994 * ILLIQU_{i,t}$$

همان‌طور که در مدل نشان داده شده است، علامت ضریب  $\beta$ ، شوک نقدشوندگی سهام مثبت است؛ بنابراین، شوک نقدشوندگی سهام با بازده مورد انتظار دارای ارتباط مستقیم است.

مقدار P-Value به‌دست‌آمده شوک نقدشوندگی سهام، حاکی از معنی‌دار بودن ضریب این متغیر در سطح  $5\% = \alpha$  است. ضریب شوک نقدشوندگی سهام، برابر  $0/969$  است که نشان از رابطه مستقیم این متغیر شوک نقدشوندگی با بازده مورد انتظار است. در تفسیر ضریب بتا می‌توان گفت که اگر شوک نقدشوندگی سهام به اندازه  $0/969$  انحراف معیار تغییر کند، به ازای آن  $0/969$  واحد به متغیر پاسخ اضافه خواهد شد، به شرط ثابت بودن سایر متغیرهای مدل.

## مرجع‌ها

الهی، قهرمان. ۱۳۹۱. مطالعه رابطه بین خط مشی‌های تقسیم سود سهام با معیارهای مختلف نقدشوندگی و عامل عدم نقدشوندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

پی‌چونز، چارلز؛ تهرانی، رضا؛ نوربخش، عسگر. ۱۳۸۴. مدیریت سرمایه‌گذاری. انتشارات نگاه دانش.

ایزدی نیا، ناصر. و امیر رسائیان، ۱۳۸۹، «پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام»، فصل‌نامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۶۰.

حیدری، میثم. ۱۳۹۰. ارتباط بین حجم معاملات و تغییرات قیمت با بازده مورد انتظار سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اراک.

نکونام، جعفر. ۱۳۹۰. تبیین رابطه بین ساختار مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

وهایی، لیلا. ۱۳۹۱. بررسی رابطه نقدشوندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.

یحیی‌زاده‌فر، محمود و خرم‌دین، جواد. پاییز ۱۳۸۷. «عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۵ (۵۳)، ۱۰۱-۱.

Agarwal, P. 2011. "Institutional Ownership and Stock Liquidity", *Working Paper*.

Baker, M. and Stein, J. 2013. "liquidity as a Sentiment Indicator", *Journal of Financial Markets* 7, 271-299.

Amihud, Y., (2002), Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets* 5, pp. 31-56.

Chang, Yuk Ying; Faff, Robert; Hwang Chuan-Yang. 2010. "Liquidity and Stock Returns in Japan:

سرمایه‌گذاری‌هایشان به دست آورند، باید سهام شرکت‌هایی را خریداری و یا نگهداری کنند که درجه نقدشوندگی و نیز شوک نقدشوندگی آنها در حال افزایش است.

- به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، برای ارتقای سرمایه سهامداران به بالاترین میزان ممکنه باید توجه ویژه‌ای به شوک نقدشوندگی سهام داشته باشند و راهکارهای افزایش نقدشوندگی را برای ارتقای سرمایه سهامداران اجرا کنند.

## ۲-۷. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با انجام هر پژوهش، راه به سوی پژوهش‌های آتی باز، و لزوم انجام پژوهش‌های بیشتری احساس می‌گردد.

موضوعات زیر برای انجام پژوهش توسط سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌شود:

- برای محاسبه شوک نقدشوندگی از سایر نسبت‌ها و متغیرها نظیر شکاف قیمتی استفاده شود.

- بررسی تأثیر ساختار سرمایه، ساختار مالکیت بر شوک نقدشوندگی

- بررسی تأثیر شوک نقدشوندگی سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی

- بررسی رابطه بین کیفیت افشا و شوک نقدشوندگی سهام

- بررسی ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با شوک نقدشوندگی سهام

## ۸. محدودیت پژوهش

۱. در بورس اوراق بهادار تهران، در هر روز، اجازه افزایش یا کاهش بیش از ۳ درصد در قیمت سهام را نمی‌دهند. این محدودیت در حال حاضر اندکی بهبود پیدا کرده و به ۵ درصد افزایش یافته است. این امر، موجب ایجاد صف‌های فروش و یا خرید سهام می‌شود و قابلیت نقدشوندگی و بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد.

- Rubin, A. 2010. "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity", *Journal of Financial Markets*. 10, pp 219-248.
- Turan, G.; Bali, Lin Peng; Yunnan, Shen; Yi, Tang. 2012. "Liquidity Shocks and Stock Market Reactions", McDonough School of Business, Georgetown University, Washington, D.C. 20057. Email: [tg27@georgetown.edu](mailto:tg27@georgetown.edu). Phone: (202)687-5388. Fax: (202) 687-4031.
- New Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal* 18, 11-90.
- Chung, H.; Kee, H.; Elder, J.; Kim, J. 2011. Corporate Governance and Liquidity. *European Financial Management Association*.
- Chung, K.; Elder, J.; Kim, J. 2013. "Corporate Governance and Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 41, pp. 686-703.
- Fang, Vivian W.; Noe, Thomas H.; Tice Sheri. 2009. "Stock Market Liquidity and Firm Value", *Journal of Financial Economics* 94 150-169.
- Hyeesoo, H.; Chung, A.; Jinyoung, P.; Wynnb, Han Yi. 2013. "Litigation Risk, Accounting Quality, and Investment Efficiency", *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting* 29, 180-185.
- Jacoby, G. and Zheng, Steven X. 2010. "Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*. 19, pp. 81-88.
- Kanagaretnam, K.; Lobo, G.; Dennis, W. 2013. "Corporate Governance Quality and Market Liquidity around Quarterly Earnings Announcements", *Working Paper*, McMaster University.
- Lipson, Marc L. and Mortal, Sandra. 2012. "Liquidity and capital structure", *Journal of Financial Markets* 12, 611-644.
- Marcelo, Miralles and Quiros, Miralles. 2006. "The Role of an Illiquidity Risk Factor in Asset Pricing: Empirical Evidence from the Spanish Stock Market", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, 254-267.