

بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر یونس بادآور نهندی^۱؛ مهدی زینالی^۲؛ ازدر ملکی^{۳*}

چکیده

سرعت و قابلیت نقدشوندگی سهام از عوامل مهم در تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری، علاوه بر ریسک و بازده، به میزان نقدشوندگی آنها توجه خاصی دارند. تأثیر این ویژگی از اوراق بهادار بر متغیرهای بازار سرمایه، موضوع بسیاری از تحقیقات مالی است. هدف از این تحقیق، بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق، شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام به‌عنوان معیارهای نقدشوندگی و اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم مالی به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. تعداد ۸۹ شرکت نیز از بین جامعه آماری برای دوره ۵ ساله (۸۸-۸۴) به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شد. روش تحقیق از نوع توصیفی - تحلیلی و هدف آن از نوع کاربردی است و فرضیه‌های تحقیق نیز با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی به آزمون گذاشته شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام به‌عنوان معیارهای نقدشوندگی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت دارد.

کلیدواژه‌ها: نقدشوندگی سهام، بازده سهام، شکاف قیمتی نسبی، نرخ گردش سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: G۳۲، C۱۳، C۳۱

Survey the Influence of Stock Liquidity on the Stock Return Listed at the Tehran stock Exchange

*Younes Badavar Nahandi Ph.D.; Mehdi Zeynali; Azhdar Maleki**

Abstract

The Speed of liquidity of the asset is an important factor of decision makings at the capital market. Investors consider the amount of liquidity in choosing investment options besides their risk and return. The impact of this attribute of the securities on the variables of capital market is the subject of many financial researches. The purpose of this research is surveying the Influence of Stock Liquidity on the Stock Return Corporations Listed at The Tehran stock Exchange. In this research Bid-Ask Spread and Share Turnover were considered as the criteria of liquidity and the size of the firm & the ratio of book value to market value and finance leverage were taken as the control variables. In this way, 89 firm of the statistical population were selected as the research sample from 2005-2009. This study is descriptive-comparative with applied goals and Research hypothesis were tested using combined regression method. The results of the research showed that 'there is a positive relationship between Bid-Ask Spread and Share Turnover as the criteria of liquidity with stock return corporations listed at the Tehran stock exchange.

Keywords: Liquidity, Stock Return, Bid-Ask Spread, Turnover.

۱- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تبریز، گروه حسابداری - Yb_nahandi@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات تهران و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تبریز - Drzeynali@gmail.com

۳- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه غیرانتفاعی الغدیر تبریز، ابران

*پست الکترونیکی نویسنده مسئول: azhdarmaleki@yahoo.com

مقدمه

در هر بازار مالی، با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزار متنوعی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ و سرمایه‌گذاران دارایی‌های موردنظر خود را با توجه به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری برمی‌گزینند. یکی از موضوعات اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است. نقدشوندگی یکی از ویژگی‌های مطلوب بازارهای رقابتی است که به صورت امکان انجام معاملات به سرعت، با هزینه اندک و بدون تحت‌تأثیر قرار دادن شدید قیمت و تعیین‌کننده اصلی امکان ادامه حیات بازارها تعریف شده است (وایس^۱، ۲۰۰۴). نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، باید بررسی کنند که آیا بازار مناسبی برای آنها وجود دارد یا نه (کیل^۲ و نیکلسن^۳، ۲۰۰۳). هرچه ریسک ناشی از دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی، قابلیت نقدشوندگی آن است: برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند؛ که در چنین مواردی، قدرت نقدشوندگی ممکن است اهمیت زیادی داشته باشد. سرعت نقدشوندگی سهامی که معامله آنها در بورس اوراق بهادار با استقبال روبه‌رو می‌شود، بالا است. در این تحقیق، برای سنجش معیار نقدشوندگی، از دو معیار شکاف قیمتی نسبی و نرخ گردش سهام – که از پرکاربردترین معیارهای نقدشوندگی هستند – استفاده شده است؛ زیرا شکاف قیمتی نسبی معیاری کاهنده و منفی و نرخ گردش سهام معیاری افزایش‌دهنده و مثبت برای نقدشوندگی به حساب می‌آیند.

بیان مسئله

افراد در سرمایه‌گذاری‌های خود خواهان گزینه‌ای

هستند که همواره بتوانند به‌عنوان پشتوانه نقدی خود به آن بنگرند. خریداری یک سهم و نبود امکان تبدیل آن به وجه نقد، به‌طور قطع انگیزه سرمایه‌گذاری در آن سهم را کاهش می‌دهد و از سوی دیگر، افراد را به فکر سرمایه‌گذاری در زمینه‌های دیگر یا سایر بازارها می‌اندازد. به‌طور کلی، کارکرد اساسی بازار سرمایه که همانا تأمین نقدشوندگی لازم برای اوراق بهادار است، باعث شده است که حجم معاملات در بازار سرمایه کشورهای پیشرفته و دارای بورس منسجم، قسمت وسیعی از اقتصاد آن کشورها را تشکیل دهد. در کنار بازدهی بالا و ریسک فراوان، موضوع نقدشوندگی بیش از هر موضوعی سرمایه‌گذاران را به خرید یک سهم ترغیب می‌کند یا این تمایل آنها را به مالکیت سهمی کاهش می‌دهد. اگرچه افراد، سرمایه خود را با اطلاع از میزان ریسک موجود در بورس به این بازار وارد می‌کنند، اما نقدشوندگی سهام از متغیرهای مهمی است که برای خرید سهم به آن توجه می‌شود (یحیی‌زاده‌فر و همکاران، ۱۳۸۹: ۱۱۳).

مبانی نظری

موضوع نقدشوندگی از اواسط دهه ۱۹۸۰ یکی از مهم‌ترین زمینه‌های ایجاد نوآوری مالی شناخته شده است. در زمینه عوامل تأثیرگذار بر بازده دارایی‌ها تاکنون تحقیقات بسیار زیادی صورت گرفته است. یکی از این عوامل تأثیرگذار، نقدشوندگی است. قابلیت نقدشوندگی یک برگه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. می‌توان گفت هرچه سهمی را بتوان سریع‌تر و با هزینه کمتری به فروش رساند، آن سهم قابلیت نقدشوندگی بیشتری دارد. اوراق بهاداری که روزانه و به دفعات زیاد معامله می‌شوند، از اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا کم معامله می‌شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نتیجه ریسک کمتری دارند. هرچه قابلیت نقدشوندگی سهمی کمتر باشد، آن سهم جذابیت کمتری برای

1- Wyss, R.

2- Kiel, Geoffrey C.

3- Nicholson, Gavin J.

در بورس اوراق بهادار استرالیا بررسی کرد. او در پژوهش خود، از یک معیار نقدشوندگی جدید به نام «میانگین ارزش سفارش‌ها» استفاده کرد. نتایج این پژوهش بیانگر آن بود که نقدشوندگی عامل تعیین کننده مهمی برای بازده سهام است.

عمری^۸، زیانی^۹ و لوکیل^{۱۰} (۲۰۰۴)، تأثیر نقدشوندگی بر بازده سهام را در بازار سهام تونس از طریق رگرسیون برش عرضی و با استفاده از داده‌های ماهانه در طول سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ بررسی و اعلام کردند که رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام منفی است. یوک چانگ^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۰) تأثیر قدرت نقدشوندگی بر بازده سهام را با استفاده از شواهد جدیدی در کشور ژاپن بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بین نقدشوندگی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد که این رابطه از نوع منفی است.

لی^{۱۲} (۲۰۱۱)، قیمت جهانی از ریسک نقدشوندگی را براساس مدل CAPM تعدیل‌شده آچاریا و پدرسن را بررسی کرد و نتیجه گرفت که بازار ایالات متحده نیروی محرک مهمی برای ریسک نقدشوندگی جهانی است و قیمت‌گذاری ریسک نقدشوندگی در سراسر کشور با توجه به محیط جغرافیایی، اقتصادی و سیاسی متفاوت است. یافته‌های وی همچنین نشان داد که بعد سیستماتیک نقدشوندگی، دلایلی برای تنوع پرتفولیوی بین‌المللی فراهم می‌کند.

کامینگ^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۱)، قوانین تجارت ارز و نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار ۴۲ کشور را بررسی و شاخص‌های جدیدی را برای دستکاری بازار، تجارت داخلی و تعارضات آژانس‌های کارگزاری براساس مقررات خاصی در قوانین تجاری در هر یک از بورس‌های اوراق بهادار ایجاد کردند؛ و به این نتیجه رسیدند که تفاوت در قوانین تجارت ارز، در طول زمان و در سراسر بازار، نقدشوندگی را به‌طور چشمگیری تحت تأثیر قرار می‌دهد.

سرمایه‌گذاران خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن کند (کیل و نیکلسن، ۲۰۰۳).

ویمین لیو^۱ (۲۰۰۶) نقدشوندگی را چنین تعریف کرده است:

نقدشوندگی عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. (لیو، ۲۰۰۶)

آیتکن^۲ و کامرتون^۳ (۲۰۰۳) نیز قدرت نقدشوندگی را توان تبدیل اوراق بهادار به پول نقد در پایین‌ترین سطح هزینه‌های مبادلاتی تعریف می‌کنند.

درجه نقدشوندگی یک سرمایه‌گذاری وقتی پایین است که قیمت منصفانه آن به سرعت به دست نیاید. میزان نقدشوندگی سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری مؤثر است: سرمایه‌گذاران منطقی برای سهامی که قابلیت نقدشوندگی کمتری دارد، صرف ریسک بیشتری را مطالبه می‌کنند و در مورد این سهام، بازده مورد انتظار آنها بیشتر خواهد بود؛ زیرا نقدشوندگی کمتر مساوی با ریسک بیشتر است و ریسک بیشتر با بازده بیشتر همراه است (برتولوتی^۴ و همکاران، ۲۰۰۶).

پیشینه پژوهش

مارشال^۵ و یانگ^۶ (۲۰۰۳)، رابطه بین بازده و نقدشوندگی را در بورس نیوزلند بررسی کردند. آنها با استفاده همزمان از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، نرخ گردش سهام، و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استهلاکی سهام^۷ (به‌عنوان معیارهای نقدشوندگی سهام)، به این نتیجه رسیدند که اثر نقدشوندگی این سه شاخص نقدشوندگی، ثباتی ندارد؛ با وجود این، شواهدی مبنی بر افزایش نقدشوندگی در ماه ژانویه وجود دارد. مارشال همچنین در سال ۲۰۰۶، رابطه بین بازده سهام و نقدشوندگی آن را

1- Liu, Weimin

2- Aitken, M.

3- Comerton-Ford, C.

4- Bortolotti, B.

5- Marshall, B.

6- Young, Martin

7- Amortized Bid-Ask Spread

8- Omri, A.

9- Zayani, M.

10- Loukil, N.

11- Chang, Yuk Ying

12- Lee, Kuan Hui

13- Cumming, Douglas

موارد بررسی در این پژوهش عبارت بود از: مبنای مدل بازار، میزان نسبت شکاف مؤثر غیرعادی قیمت عرضه و قیمت تقاضا و میانگین غیرعادی انباشته آن، در بازه زمانی ۲۰ روز قبل تا ۲۰ روز پس از اعلان و بازه زمانی ۱۰ روز قبل تا ۱۰ روز پس از اعلان سود فصلی. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که در طول دوره مورد مطالعه، نقدشوندگی سهام پس از اعلان سود فصلی، افزایش چشمگیری نداشته است.

فرضیه‌های پژوهش

نقدشوندگی، معیاری چندبعدی است که ماهیت غیرقابل مشاهده و چندوجهی بودن آن سبب می‌شود نتوان آن را تنها با یک معیار مشخص اندازه‌گیری کرد. هنوز هم معیار منحصر به فردی وجود ندارد که بتواند تمامی ابعاد نقدشوندگی را پوشش دهد؛ لذا ناگزیر از چندین معیار مجزا که هر یک بیانگر یک بعد از نقدشوندگی است، استفاده می‌شود. در این پژوهش، انتخاب معیارهای نقدشوندگی بر اساس رتبه‌بندی پرکاربردترین معیارهای نقدشوندگی معرفی شده در مطالعه ویس (۲۰۰۴) انجام گرفته است. شایان ذکر است که اولین معیار از لحاظ کثرت استفاده در تحقیقات، اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش (شکاف قیمتی نسبی) است؛ و نرخ گردش سهام، ارزش ریالی سهام معامله شده، زمان انتظار معامله، نسبت جریان، ... در رتبه‌های بعدی کاربرد قرار دارند.

از آنجا که در این پژوهش از شکاف قیمتی نسبی و نرخ گردش سهام به عنوان معیارهای نقدشوندگی استفاده شده است، فرضیه‌های پژوهش عبارت‌اند از:

۱. شکاف قیمتی نسبی بر بازه سهام شرکت تأثیر دارد؛
 ۲. نرخ گردش سهام بر بازه سهام شرکت تأثیر دارد.
- بازده سهام (متغیر وابسته)، همان نرخ بازدهی است

مهرانی و رسائیان (۱۳۸۸)، تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه معیارهای مختلف نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ و در بین ۱۵۶ شرکت انجام دادند. هدف آنها از این تحقیق، بررسی رابطه بین بازده سالانه سهام (متغیر وابسته) و معیارهای نقدشوندگی سهام – همچون اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله‌ها، تعداد دفعات انجام معامله و درصد روزهای انجام معامله – (متغیر مستقل) بوده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر نبود هرگونه رابطه معنادار بین بازده سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله‌ها و تعداد دفعات انجام معامله در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۶ ولی وجود رابطه معنادار بسیار کم‌اهمیت بین بازده سالانه سهام و درصد روزهای انجام معامله است.

یحیی زاده‌فر و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، رابطه نرخ گردش سهام به عنوان معیار نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ و در بین ۲۶۹ شرکت بررسی کردند. متغیرهای تحقیق عبارت بودند از بازده سهام (متغیر وابسته)، نرخ گردش (متغیر مستقل)، و اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (متغیرهای کنترلی). نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار بین ضریب متغیر نرخ گردش سهام و بازده سهام بوده و به عبارت دیگر افزایش نرخ گردش در بورس اوراق بهادار تهران، بازده سهام شرکت‌ها را افزایش داده است. قائمی و رحیم‌پور (۱۳۸۹)، تأثیر اعلان سودهای فصلی بر نقدشوندگی سهام را در بین ۱۵۷ شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۷ بررسی و در پژوهش خود، از نسبت مؤثر شکاف بین قیمت عرضه و قیمت تقاضا به عنوان معیار نقدشوندگی بازار استفاده کردند.

به‌عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱. جهت قابلیت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و در فاصله سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ تغییر سال مالی نداشته باشند؛
 ۲. برای انتخاب نمونه‌ای همگن، قبل از ۱۳۸۴ در بورس تهران پذیرفته و از ابتدای ۱۳۸۴، سهام آنها در بورس معامله شده باشد؛
 ۳. به‌منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در بورس دچار وقفه نشده و به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها در طول این سال‌ها فعال باشد و طول وقفه بیش از سه ماه نباشد؛
 ۴. به‌دلیل متفاوت بودن ماهیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، این گروه از شرکت‌ها از نمونه انتخابی حذف و فقط شرکت‌های با فعالیت تولیدی انتخاب شدند.
- در نهایت، پس از بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به ویژگی‌های اشاره‌شده، ۸۹ شرکت واجد شرایط بودند که به‌عنوان نمونه انتخاب شدند.

که در طول یک دوره از سرمایه‌گذاری در سهام به‌دست می‌آید. متغیرهای مستقل همان معیار نقدشوندگی شامل شکاف قیمتی نسبی و نرخ گردش سهام است. شکاف قیمتی نسبی از تفاوت پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش و بالاترین قیمت پیشنهادی خرید سهام به‌دست می‌آید؛ و نرخ گردش سهام از حاصل تقسیم حجم سهام معامله‌شده بر تعداد سهام منتشره شرکت در یک بازه زمانی به‌دست می‌آید. متغیرهای کنترلی تحقیق هم عبارت‌اند از اندازه شرکت (که با لگاریتم طبیعی دارایی‌ها به‌دست می‌آید)، اهرم مالی (از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (از تقسیم حقوق صاحبان سهام عادی بر تعداد سهام منتشره شرکت ضربدر قیمت بازار به‌دست می‌آید). نحوه محاسبه در جدول ۱ خلاصه شده است.

معیارهای انتخاب نمونه

جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران است؛ لذا با استفاده از نمونه‌گیری نظام‌مند، شرکت‌هایی که ویژگی‌های زیر را داشتند،

جدول ۱. معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	شاخص	شیوه محاسبه
وابسته	R	بازده سهام	استخراجی از نرم‌افزار بورس (ره‌آورد نوین)
مستقل	SPREAD	شکاف قیمتی نسبی	$SPREAD = \frac{AP - BP}{AP + BP} \times 100$
مستقل	TURN OVER	نرخ گردش سهام	$TURN OVER = \frac{NST}{NSO} \times 100$
کنترلی	B/M	ارزش دفتری ارزش بازار	$\frac{\text{حقوق صاحبان سهام عادی}}{\text{تعداد سهام منتشره شرکت} \times \text{قیمت بازار}}$
کنترلی	SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم دارایی‌ها
کنترلی	FL	اهرم مالی	$\frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$

NST (Number of Shares Traded): تعداد سهام معامله‌شده
NSO (Number of Shares Outstanding): تعداد سهام منتشره
Turn over: نرخ گردش سهام

AP (Ask Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروشنده
BP (Bid Price): میانگین قیمت پیشنهادی خریدار
Spread: شکاف قیمتی نسبی برای شرکت t در دوره t

جدول ۲. نتایج آزمون S-K

متغیر	بازده سهام	شکاف قیمتی نسبی	نرخ گردش سهام	نسبت ارزش دفتری به بازار	اندازه شرکت	اهرم مالی
سطح معنی داری	۰.۹۴	۰.۵۹	۰.۵۴	۰.۴۷۹	۰.۴۵۹	۰.۴۵۶
نتیجه	نرمال	نرمال	نرمال	نرمال	نرمال	نرمال

روش تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها

این پژوهش از لحاظ هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها توصیفی و از نوع همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل مدل رگرسیون به روش ترکیبی استفاده شده و آن بدین صورت است که ابتدا آزمون کولموگروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرها انجام می‌شود و چنانچه نتایج آزمون S-K نشان دهد که متغیرهای تحقیق به‌طور نرمال توزیع شده‌اند، آنگاه می‌توان از تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون استفاده کرد. همچنین برای بررسی وجود خودهمبستگی بین متغیرها از آزمون دوربین - واتسون، برای جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با مبانی تئوریک و پیشینه پژوهش از روش مطالعه کتابخانه‌ای، و برای گردآوری اطلاعات مالی از اطلاعات و ارقام موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است؛ به همین جهت، اطلاعات مورد نیاز، از گزارش‌های مالی منتشر شده شرکت‌ها، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، و نرم‌افزار بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج شده است.

آزمون فرضیه‌ها

از آنجا که هدف از این تحقیق، بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌ها است، فرضیه اصلی تحقیق به‌شکل زیر مطرح می‌شود:

نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت تأثیر دارد.

و از آنجا که از معیارهای نقدشوندگی به‌عنوان وسیله

سنجش نقدشوندگی سهام استفاده شده، فرضیه اصلی تحقیق به ۲ فرضیه فرعی به‌شکل زیر تبدیل شده است:

۱. شکاف قیمتی نسبی بر بازده سهام شرکت تأثیر دارد؛

۲. نرخ گردش سهام بر بازده سهام شرکت تأثیر دارد. و همان‌طور که اشاره شد، برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون S-K استفاده شده که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

آزمون فرضیه اول

با توجه به ورود متغیرهای کنترلی، معادله رگرسیون این فرضیه به‌صورت رابطه ۱ درمی‌آید:

(۱)

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{SPREAD} + \beta_2 \text{BTM} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{FL} + \varepsilon$$

در این رابطه، R بازده سهام، SPREAD شکاف قیمتی نسبی، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت، FL اهرم مالی، و β_3 عرض از مبدای رابطه خطی تخمینی است. نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون برای فرضیه اول در جدول ۳ منعکس شده است.

خروجی جدول نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر مستقل (شکاف قیمتی نسبی) کمتر از ۰.۰۵ است؛ لذا با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که بین شکاف قیمتی نسبی و بازده سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج جدول حاکی از آن است

جدول ۳: متغیر مستقل: شکاف قیمتی نسبی

نام متغیر	ضریب	آماره t	sig	نتیجه
مقدار ثابت	-۳۷۵/۴۵۷	-۶/۷۲۵	/۰۰۰	-
شکاف قیمتی نسبی	۱۲/۴۸۲	۳/۲۵۵	/۰۳۹	معنی‌دار
نسبت ارزش دفتری به بازار	۲۲/۴۸۱	۴/۳۵۱	/۰۰۰	معنی‌دار
اندازه شرکت	۱۲/۲۵۸	۵/۸۶۹	/۰۰۰	معنی‌دار
اهرم مالی	۱۱/۹۱۲	۴/۳۸۹	/۰۰۰	معنی‌دار

آماره F: ۳۰/۴۱۷
ضریب همبستگی چندگانه: /۴۶۵
ضریب تعیین: /۲۱۷
سطح معنی‌داری: /۰۰۰
دوربین - واتسون: ۲/۷۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: /۲۰۹

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{TURN} + \beta_2 \text{BTM} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{FL} + \varepsilon \quad (2)$$

در این رابطه، R بازده سهام، TURN نرخ گردش سهام، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت، FL اهرم مالی، و عرض از مبدأ رابطه خطی تخمینی است. نتایج حاصل از آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم در جدول ۴ منعکس شده است.

نتایج جدول نشان‌دهنده آن است که سطح معناداری متغیر مستقل (نرخ گردش سهام) کمتر از /۰۵ است؛ لذا با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که بین نرخ گردش سهام و بازده سهام ارتباط معنادار و مثبتی وجود دارد؛ همچنین بین بازده سهام با متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

که بین متغیرهای کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار، اندازه شرکت و اهرم مالی با بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد که این ارتباط برای هر سه مثبت است. مقدار ۲/۰۰۷ برای آماره دوربین - واتسون (که در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ است) نیز نشانگر نبود خودهمبستگی بین متغیرها است. سطح معناداری آماره F هم بر معناداری کل مدل رگرسیون دلالت دارد.

با توجه به خروجی آزمون فرضیه اول می‌توان معادله نهایی رگرسیون آن را به شکل زیر نوشت:

$$R = -375/457 + 12/482 \text{SPREAD} + 22/481 \text{BTM} + 12/258 \text{SIZE} + 11/912 \text{FL}$$

آزمون فرضیه دوم

معادله رگرسیون این فرضیه با توجه به ورود متغیرهای کنترلی به صورت رابطه ۲ است:

جدول ۴: متغیر مستقل: نرخ گردش سهام

نام متغیر	ضریب	آماره t	sig	نتیجه
مقدار ثابت	-۲۵۰/۴۹۹	-۴/۹۴۰	/۰۰۰	-
نرخ گردش سهام	۲۴/۶۲۶	۱۱/۱۱۰	/۰۰۰	معنی‌دار
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۱۰۴	/۰۲۱	/۹۸۳	غیرمعنی‌دار
اندازه شرکت	۶/۸۸۶	۳/۶۲۲	/۰۰۰	معنی‌دار
اهرم مالی	۸۰/۲۴۵	۳/۵۶۲	/۰۰۰	معنی‌دار

آماره F: ۶۹/۱۸۶
ضریب همبستگی چندگانه: /۶۲۱
ضریب تعیین: /۳۸۶
سطح معنی‌داری: /۰۰۰
دوربین - واتسون: ۱/۹۴۹
ضریب تعیین تعدیل‌شده: /۳۸۰

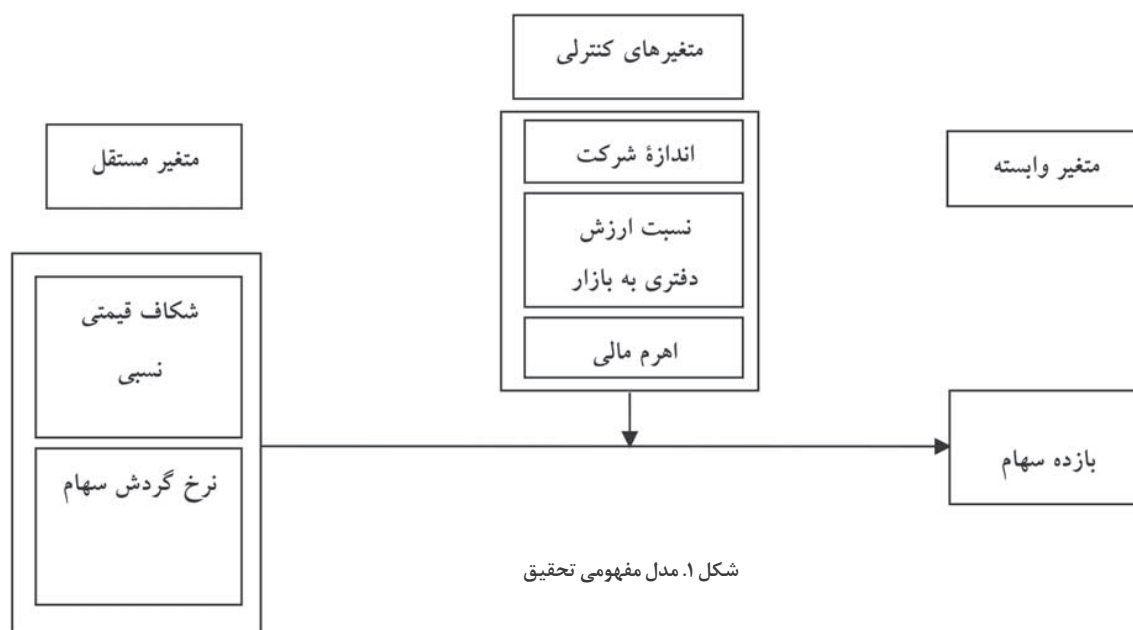
مقدار ضریب تعیین به دست آمده برای مدل رگرسیون هر کدام از فرضیه‌ها نمایانگر آن است که شکاف قیمتی نسبی به همراه متغیرهای کنترلی ۲۱/۷ درصد از تغییرات بازده سهام و نرخ گردش سهام ۳۸/۶ درصد از کل تغییرات بازده سهام (متغیر وابسته) را توضیح می‌دهد.

ولی با نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه‌ای وجود ندارد. مقدار آماره دوربین - واتسون (۱/۹۴۹) نیز دلیلی بر نبود خودهمبستگی بین متغیرها است. سطح معناداری آماره F هم بر معناداری کل مدل رگرسیون دلالت دارد.

بنابراین، با توجه به خروجی آزمون فرضیه دوم می‌توان معادله رگرسیون آن را به شکل زیر نوشت:

$$R = -250/499 + 24/626_{TURN} + 1/104_{BTM} + 6/1886_{SIZE} + 80/245_{FL}$$

مدل مفهومی تحقیق



با یافته‌های پژوهش‌های چن و کان (۱۹۸۹)، برنان و سابرمانیام (۱۹۹۶) و مهرانی و رسائیان (۱۳۸۸) در تضاد است.

ارتباط مثبت بین شکاف قیمتی نسبی از معیارهای نقدشوندگی و بازده سهام به این مفهوم است که با افزایش شکاف قیمتی نسبی، ریسک نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد و افزایش ریسک، انتظار کسب بازده بالا برای سرمایه‌گذاران را به دنبال دارد؛ زیرا - همان‌طور که در مبنای نظری تحقیق هم اشاره شد - شکاف قیمتی نسبی، معیاری کاهنده از نقدشوندگی محسوب می‌شود، یعنی با افزایش شکاف قیمتی نسبی، نقدشوندگی

بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق به قصد بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد؛ اینکه آیا سهام با نقدشوندگی بالا، بازده سهام بالایی را در پی خواهد داشت یا خیر. فرضیه اول تحقیق درباره رابطه شکاف قیمتی نسبی و بازده سهام بود که نتایج حاصل بر ارتباط مستقیم و معنادار بین این دو متغیر دلالت داشت. این نتایج با یافته‌های آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶)، چالمرز و کادلک (۱۹۸۸)، الزاراپو و رینگانام (۱۹۹۳)، مارشال و یانگ (۲۰۰۳) و فوجیموتو و واتاناب (۲۰۰۶) سازگار ولی

افزایش قیمت سهام به سبب نرخ گردش بالای سهام استفاده کنند. بنابراین، از آنجا که شکاف قیمتی نسبی معیاری کاهنده و نرخ گردش سهام معیاری افزایشنده از نقدشوندگی به حساب می‌آیند، در این تحقیق نمی‌توان دربارهٔ ارتباط بین نقدشوندگی و بازده سهام اظهار نظر کرد؛ زیرا با افزایش شکاف قیمتی نسبی و به تبع آن کاهش نقدشوندگی سهام، بازده سهام کاهش می‌یابد و با افزایش نرخ گردش سهام و در پی آن افزایش نقدشوندگی، بازده سهام افزایش می‌یابد.

در پایان، به محققان پیشنهاد می‌شود تأثیر رتبهٔ نقدشوندگی بر ارزش شرکت را بررسی کنند تا معلوم شود رتبهٔ نقدشوندگی اعلام‌شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تا چه حد بر ارزش شرکت تأثیرگذار است؛ زیرا اخیراً رتبهٔ نقدشوندگی شرکت‌ها بیانگر میزان نقدشوندگی سهام آنها است.

کتابنامه

احمدپور، احمد و رسائیان، امیر. ۱۳۸۵. «رابطهٔ بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۴۶، ص ۴۵-۴۷.

قائمی، محمدحسین و رحیم‌پور، محمد. زمستان ۱۳۸۹. «اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام»، *مجلهٔ پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شمارهٔ چهارم.

مهرانی، ساسان و رسائیان، امیر. ۱۳۸۸. «بررسی رابطهٔ بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانهٔ سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجلهٔ حسابداری دانشگاه شیراز*، دورهٔ اول، شمارهٔ اول، ص ۲۱۸-۲۲۲.

یحیی‌زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین؛ لاریمی، سیدجعفر. ۱۳۸۹. «بررسی رابطهٔ نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجلهٔ تحقیقات مالی*، دورهٔ دوازده، شمارهٔ بیست‌ونهم، ص ۱۱۸-۱۱۲.

Aitken, M. & Comerton-Ford, C. 2003. "How Should Liquidity Be Measured?", *Pacific-Basin Finance Journal* 11(45-59).

Bertolotti, B.; de Jong, F.; Nicodano, G.; Ibolya, S. 2006. "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking & Finance*, Social Science Electronic Publishing.

Chang, Y. Y.; Faff, R.; Hwang, C. Y. 2010. "Liquidity

کاهش می‌یابد و برعکس. بنابراین، با توجه به نتیجهٔ این فرضیه، به شرکت‌ها توصیه می‌شود به منظور کاهش ریسک نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات مالی خود را به طور شفاف در بازار منعکس کنند و با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری موجب شوند از هزینه‌های تأمین سرمایه کاسته شود. به سرمایه‌گذاران هم پیشنهاد می‌شود به هنگام خرید سهام این ویژگی سهام را در نظر بگیرند و به عبارت دیگر سعی کنند سهامی با شکاف قیمتی نسبی بالا خریداری کنند تا از بازده بالای آن به تبع بالا بودن ریسک آن بهره‌مند شوند. در فرضیهٔ دوم پژوهش، رابطهٔ معیار نرخ گردش سهام و بازده سهام بررسی شد که نتایج نشانگر وجود ارتباط مستقیم و معنادار بین این دو متغیر بود. این نتایج با یافته پژوهش‌های جی یونگ و همکاران (۲۰۰۳)، بیکر و استین (۲۰۰۳)، دی (۲۰۰۵) و یحیی‌زاده فر و همکاران (۱۳۸۹) سازگار ولی با یافته‌های هو (۱۹۹۷) و چوردیا (۲۰۰۱) در تضاد است؛ و همان‌طور که در میانی نظری اشاره شد، نرخ گردش سهام، معیاری افزایشنده از نقدشوندگی محسوب می‌شود، یعنی با افزایش نرخ گردش سهام، نقدشوندگی هم افزایش می‌یابد و برعکس. ارتباط مثبت بین نرخ گردش سهام از معیارهای نقدشوندگی و بازده سهام به این معنا است که بالا بودن تعداد دفعات معاملات سهام موجب استقبال بازار از سهام و این ویژگی امتیازی برای آن محسوب می‌شود؛ همچنین، با افزایش تقاضا برای سهام، قیمت بازار آن روند صعودی طی و برای سرمایه‌گذاران بازده بالا تولید می‌کند. لذا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با توزیع یکنواخت و به موقع اطلاعات مالی خود، موجب بهبود گردش سهام و افزایش بازده آن شوند. به سرمایه‌گذاران هم توصیه می‌شود به هنگام خرید سهام، تعداد سهام معامله‌شدهٔ شرکت‌ها را در نظر بگیرند تا بتوانند شرکتی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کنند که تعداد بیشتری از سهام آن معامله می‌شود و از این طریق از مزیت

- Liu, Weimin. 2006. "A Liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economics* 82(631–671).
- Marshall, B. & Young, Martin. 2003. «Liquidity and Stock Returns in Pure Order-Driven Markets: Evidence from the Australian Stock Market», *International Review of Financial Analysis* 12(173–188).
- Omri, A.; Zayani, M.; Loukil, N. 2004. «Impact of Liquidity on Stock Returns: An Empirical Investigation of the Tunis Stock Market», *Finance and Business Strategies*, Social Science Electronic Publishing.
- Wyss, R. v. 2004. *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market* (Dissertation). [Available at <http://ssrn.com>]
- and Stock Returns in Japan: New Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal* 18(90-115). [Available at <http://www.elsevier.com>]
- Cumming, Douglas; Johan, Sofia; Li, Dan. 2011. «Exchange Trading Rules and Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics* 99(651–671).
- Kiel, Geoffrey C. & Nicholson, Gavin J. 2003. "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance, Corporate Governance», *An International Review* 11(189-205).
- Lee, Kuan Hui. 2011. «The World Price of Liquidity Risk», *Journal of Financial Economics* 99(136–161).