



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره سیزدهم / بهار ۱۳۹۴

بررسی تاثیر دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسن ابراهیمی سروعلیا

عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبائی

میرفیض فلاح شمس

عضو هیات علمی دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز، عضو انجمن مهندسی مالی ایران

محمد جعفر میکده فریمانی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه علوم اقتصادی

میثم علی محمدی

کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه علوم اقتصادی، عضو انجمن مهندسی مالی ایران (نویسنده مسئول)

تاریخ دریافت: ۹۳/۵/۲۴ تاریخ پذیرش: ۹۳/۸/۱۷

چکیده

در این پژوهش تاثیر برخی دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهیم. برای این منظور تاثیر پنج دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری، ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مشتمل بر ۶ ماده و ۴ تبصره و خرید اعتباری اوراق بهادار، در بازه زمانی ۱۳۸۶/۰۱/۰۱ تا ۱۳۹۲/۰۳/۳۱ مورد بررسی قرار گرفته است. با استفاده از اطلاعات ۱۶۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق، نتایج بدست آمده نشان می‌دهد دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تاثیر معنا داری بر نقد شوندگی سهام دارد.

واژه‌های کلیدی: دستورالعمل‌های معاملاتی، نقدشوندگی، نظارت بر بازار، سازمان بورس اوراق بهادار، نوسان پذیری بازده سهام.

۱- مقدمه

یکی از کارکرد های بازار ثانویه فراهم آوردن امکان نقدشوندگی سهام در آن بازار است. نگاهی به تجربه بورس های اوراق بهادار در کشورهای مختلف نشان می‌دهد که شناسایی شرکت های ممتاز یا دارای موقعیت برتر اغلب بر پایه قدرت نقدشوندگی سهام به معنای پر معامله بودن آن در تالار معاملات بورس انجام می‌شود. یکی از ویژگی های بازارهای کارا و بسیار مطلوب، نبود هزینه های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. هزینه های معاملاتی طیف وسیعی از هزینه های آشکار شامل هزینه مالیات و کارگزاری و غیرآشکار ناشی از ناکارایی اطلاعاتی را دربر می‌گیرد. بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواند معیاری برای کارایی بازار مطرح شود. علاوه بر جنبه تنوری به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت های موجود مانند پدیده صف های خرید و فروش و مشکلات بسیار دیگر، توجه به نقد شوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقد شوندگی می‌تواند موجب توزیع هرچه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه های پورتنوی گردانی و انگیزش بیشتر سرمایه گذاران در تصمیم گیری های معاملاتی شود. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹).

از سوی دیگر سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد نظارتی حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ساماندهی و توسعه بازاری منصفانه و کارا و ارتقا شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی در این بازار را از جمله اهداف اساسی و سرلوحه کار خود قرار داده و سعی نموده با تدوین قوانین، مقررات و دستورالعمل های مرتبط با بازار اوراق بهادار هر چه بیشتر در جهت نیل به این هدف گام بردارد.

در پژوهش حاضر، تاثیر برخی از دستور العمل های معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. از این رو، در ادامه این فصل طرح کلی تحقیق شامل فرضیه ها، اهداف تحقیق، متغیرها و تعریف عملیاتی آنها و روش های آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه ها تشریح می‌شوند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بازار سرمایه در یک کشور از منابع عمده تأمین مالی شرکتها و دولتها است. ایجاد زمینه‌های لازم جهت پاسخگویی بیشتر به نیازهای سرمایه‌گذاران و تبدیل شدن بورس اوراق بهادار تهران به بورسی مطرح، نیازمند بررسی‌های علمی فراوانی است. در این میان یکی از متغیرهایی که به این امر می‌تواند کمک کند میزان جذابیت شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار و همچنین درجه نقدشوندگی سهام آنها در بورس اوراق بهادار است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در هر زمانی که اراده کنند بتوانند دارایی‌های خود را با کمترین هزینه به وجه نقد تبدیل کنند (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵).

از سوی دیگر سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد نظارتی حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ساماندهی و توسعه بازاری منصفانه و کارا و ارتقا شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی در این بازار را از جمله اهداف اساسی و

سرلوحه کار خود قرار داده و سعی نموده با تدوین قوانین، مقررات و دستورالعمل‌های مرتبط با بازار اوراق بهادار هر چه بیشتر در جهت نیل به این هدف گام بردارد. بنابراین سازمان بورس، نظارت بر بازار را از طریق تصویب دستورالعمل‌های معاملاتی یکی از مهمترین وظایف خود می‌داند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸).

طبق تعریف ارائه شده توسط پولانس، نظارت بر بازار، فرآیندها و فن‌آوری‌هایی را شامل می‌شود که از شناسایی و تحقیق و تفحص درباره نقض پنهانی قوانین تجاری، که در اساسنامه یا قوانین بازار معین شده‌اند، حمایت می‌کنند. از این رو پیش در بازار را می‌توان به عنوان زیر مجموعه‌ای از فرآیندها و فن‌آوری‌هایی دانست که از شناسایی و تحقیق و تفحص درباره نقض پنهانی قوانین تجاری، با تاکید ویژه بر قوانین بازار و دستورالعمل‌های رفتاری بورس‌ها و تالارهای تجاری، حمایت می‌کنند. مطابق نظر همین نویسنده، مولفه‌های نظارت و پیش در بازار را می‌توان به سه وظیفه تقسیم نمود: شناسایی، بررسی و اجراء که توسط فرآیندها و تکنولوژی‌های متفاوتی حمایت می‌شوند. کلمه اجراء به معنی آغاز یک دادخواست رسمی علیه یک شخص حقیقی یا حقوقی، به اتهام تخلف و تحمیل برخی از اشکال تحریم در صورت کشف جرم است (پولانس، ۲۰۰۹).

ویژگی‌ها و الزامات بازار

یک سیستم نظارتی کارا و اثربخش که در کشف وقایع و داده‌های در سطوح گسترده قابلیت استفاده داشته باشد، باید حائز شرایط زیر باشد:

- باید میزان خطای سیستم را کاهش داده و میزان پیغام‌های درست کشف دستکاری را بیشینه نماید. لذا برای دستیابی به آن هدف، سیستم باید قادر به تشخیص کامل فعالیت‌های نرمال تجاری بوده و فعالیت‌های غیر نرمال را از آن تفکیک نماید.
- باید یک بخش نظارت یا واحد معادلی را برای بازسازی تمام فعالیت‌های تجاری به منظور پخش کامل برنامه سفارش/مظنه، فعال کند.
- باید قادر به شناسایی کلیه فعالیت‌های تجاری از سوی هر فعال بازار باشد.
- باید شامل نیروی کار نظارتی باشد که به مسائلی که نیاز است مورد بررسی قرار گیرند، آگاه باشند.
- باید به منظور کارا تر شدن سیستم، فعالان بازار را در باره فعالیت‌های نظارتی مطلع نگاه دارد.
- باید این حقیقت را در نظر بگیرد که یک نکته حیاتی در کارایی نظارت بازار رقابتی، این است که اطلاعات تا چه میزان در میان محاکم قضایی^۱ به اشتراک گذاشته می‌شود.
- سرانجام باید تصدیق کند که کارایی اش همواره در نهایت وابسته به چهار چوب قانونی خواهد بود.

پولانسکای نیز توصیه می‌کند که سیستم‌های بازاری قوی باید شرایط زیر را دارا باشند:

- یک زیر ساخت کامل ارتباط نهادهای اصلی در بازار، از قبیل مبادله، سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار، کارگزاران، صادرکنندگان و ناظران.
- یک پایگاه مبادله قوی.

- یک سیستم سپرده گذاری به خوبی توسعه یافته و امکانات اکسترانت هم در مبادلات و هم سپرده گذاری، برای فعال کردن ارتباط میان بخش‌ها.
- مجموعه ای قوی از داده‌های معاملاتی و سیستم‌های جمع‌آوری داده‌های آرشیوی بخوبی توسعه یافته.

مفهوم نقدشوندگی

بازار کاملاً نقدشونده بازاری است که هر مقدار از اوراق بهادار می‌تواند فوراً و بدون هزینه به وجه نقد تبدیل شود یا هر مقدار وجه نقد می‌تواند به اوراق بهادار تبدیل شود. در بازارهای کمتر نقدشونده نسبت به بازارهای کاملاً نقدشونده، یک بازار نقدشونده، بازاری است که هزینه معاملات مرتبط با تبدیل اوراق بهادار در حداقل باشد. هزینه معاملات شامل هزینه‌های ضمنی و صریح^۲ است. هزینه‌های صریح شامل هزینه‌های مربوط به حق دلالی کمیسیون‌ها^۳ و مالیات‌های دولت^۴ است. این هزینه را به آسانی به صورت کمیته در می‌آیند اما خارج از کنترل مستقیم بورس اوراق بهادار است و بنابراین در نظر گرفته نمی‌شود. توجه اساسی در معاملات بر هزینه‌های ضمنی معامله همچون اختلافات قیمت پیشنهادی خرید و فروش^۵، هزینه‌های تأثیر بازار و هزینه‌های فرصت است که به موجب تکنولوژی، مقررات، انتشار اطلاعاتی، مشارکت اطلاعاتی و ابزارهای اطلاعاتی ناکارا و یا ناکافی است (آیتکن و کامرتن فورد^۶، ۲۰۰۳، ص ۴۶).

بررسی ادبیات مالی آشکار می‌کند که اختلافات قابل توجهی میان محققان در مورد ماهیت نقدشوندگی، منابع آن، و نتایجش برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. تعاریف در مورد نقدشوندگی تا اندکی متضاد و نامنظم است. وصف‌های مختلفی از تعارف نقدشوندگی در کتاب‌ها و مقالات مالی و مدیریت مالی وجود دارد. ليو (۲۰۰۶، ص ۶۳۱) بیان می‌کند که به طور عام نقدشوندگی توانایی برای تعداد زیاد معامله با سرعت بالا در هزینه پایین و با اثر قیمتی کم توصیف می‌شود. این توصیف چه بعد را برای نقدشوندگی، یعنی، تعداد معامله، سرعت معامله، هزینه معامله، و اثر قیمتی را مشخص می‌کند. یودین (۲۰۰۹، ص ۲۴) نقدشوندگی را به عنوان سرعت و سهولتی که یک نفر می‌تواند سهام را در بازار مورد معامله قرار دهد تعریف کرده است. هریس (۲۰۰۳، ص ۳۹۴) کسی است که نقدشوندگی را به عنوان توانایی برای حجم زیادی از معامله به سرعت، در هزینه پایین، و وقتی که تمایل برای معامله وجود داشته باشد، تعریف کرده است. تعاریف نقدشوندگی را می‌توان در سه دیدگاه زیر جای داد:

نقدشوندگی دارایی‌ها

نقدشوندگی در بعضی از تعاریف به عنوان ویژگی یک دارایی معرفی شده است. در این مورد، نقدشوندگی به عنوان آسانی تبدیل یک دارایی به وجه نقد درک می‌شود. به عبارت دیگر، یک دارایی که به آسانی فروخته می‌شود نقدشونده‌تر است. در نتیجه، وجه نقد خود به عنوان دارایی که دارای بیشترین درجه نقدشوندگی است فرض می‌شود و دیگر دارایی‌ها را می‌توان با اشاره به وجه نقد به عنوان بیشترین یا کمترین شباهت به وجه نقد، طبقه بندی کرد (موراسکی، ۲۰۰۸، ص ۱۶).

نقدشوندگی بازار

معنی دوم نقدشوندگی اشاره به بازارها دارد. بر این اساس، یک بازار نقدشونده، بازاری است که معامله کردن در آن در هر زمانی ممکن است، مستقل از اندازه معاملات است، و اساساً موجب تغییرات قیمتی ناموجه نمی‌شود. در این باره، می‌توان گفت که بازار اوراق قرضه خزانه‌داری ایالات متحده، به دلیل این که عمدتاً هر مقداری از اوراق می‌تواند در قیمت جاری جذب شود، بازاری نقدشونده است و اکثراً بعید است که بازار به معاملات بزرگ واکنش نشان دهد (موراسکی، ۲۰۰۸، ص ۱۸).

نقدشوندگی یا نقدینگی شرکت^۸

دسته سوم از تعاریف نقدشوندگی یا نقدینگی اشاره به توانایی شرکت‌ها برای پرداخت تعهدات خود دارد. یک شرکت نقدینه هیچ مشکلی با تسویه حساب‌هایش در طی زمان ندارد، در حالی که یک شرکت غیرنقدینه، ممکن است با مشکل عدم پرداخت به موقع تعهدات خود روبه‌رو شود و دارای ریسک عدم توانایی برای پرداخت بدهی باشد (موراسکی، ۲۰۰۸، ص ۲۵).

ارتباط بین مفاهیم نقدشوندگی

با در نظر گرفتن نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی بازار می‌توان گفت که دارایی‌های نقدشونده، معمولاً در یک بازار مورد معامله قرار می‌گیرند. در بازاری که تعداد زیادی معامله‌کننده فعال هستند، آسانتر است که یک دارایی را به سرعت و در قیمت عادلانه فروخت. از طرف دیگر، نقدشوندگی بالای یک دارایی موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران بیشتر برای معامله، یک بازار نقدشونده را ایجاد کنند. از طرف دیگر، نقدشوندگی بالای یک دارایی موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران بیشتر برای معامله، یک بازار نقدشونده را ایجاد کنند. همچنین بین نقدشوندگی بازار یا دارایی و نقدشوندگی شرکت، علی‌رغم تمرکز متفاوت این رویکردها می‌توان ارتباطی برقرار کرد. از آن جایی که تنها راه ممکن برای پاسخ‌گو بودن به تعهدات مالی، توانایی پرداخت به صورت وجه نقد و در دسترس بودن وجه نقد است، توانایی شرکت برای فروش سریع دارایی‌هایش برای حفظ نقدینگی بسیار مهم است. از این رو، اگر یک شرکت بخش بزرگی از دارایی‌های کلی‌اش را به شکل دارایی‌های جاری نگه دارد، می‌توان آن شرکت را نسبت به دیگر شرکت‌ها نقدشونده در نظر گرفت. میزان در دسترس بودن دارایی‌های نقدشونده مهم است اما تنها عامل تعیین‌کننده در توانایی شرکت برای پرداختن تعهدات مالی نیست. ساختار بدهی‌ها و منابع اعتباری به شدت مستقل از قابلیت عرضه دارایی‌ها در بازار است، اما آن‌ها بر نقدینگی شرکت تاثیر می‌گذارند. با این وجود، در دسترس بودن وجه نقد برای هر دو رویکرد مهم است (موراسکی، ۲۰۰۸، ص ۲۸).

دستورالعمل‌ها و آیین‌نامه‌های مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار تهران

سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر و خود انتظام حوزه بازار سرمایه کشور در زمینه ارائه انواع خدمات بورسی شامل تدوین راهبردها، نظارت، تدوین مقررات، اطلاع‌رسانی شفاف و اعطا / لغو مجوزهای مربوط به فعالیت در بازار سرمایه با نگرش حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در اجرای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ فعالیت خود را آغاز کرده است. مأموریت کلی سازمان بورس و اوراق بهادار عبارتست از ایجاد محیطی امن برای سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار از طریق نظارت بر فعالیت مشارکت‌کنندگان در این بازار به گونه‌ای که کارایی، انصاف و نظم در این بازار حاکم باشد. نتیجه‌ی این اقدامات تسهیل در تشکیل سرمایه و به تبع، بهبود متغیرهای کلان اقتصادی خواهد بود. این مهم از طریق نظارت بر حسن اجرای قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ ممکن است که برای تحقق آن، مجموعه‌ای از آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی تدوین، تصویب و ابلاغ می‌گردد.

قوانین و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار ایران از یک مفهوم ساده نشأت گرفته است. تمامی سرمایه‌گذاران شامل سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران فردی باید به تمامی واقعیت‌های پایه که در تصمیم‌گیری‌های خود برای خرید، نگهداری و فروش اوراق بهادار نیاز دارند، دسترسی داشته باشند. بدین منظور سازمان بورس و اوراق بهادار تمامی شرکت‌های سهامی عام را به ثبت نزد خود موظف کرده و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را به انتشار کلیه اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران موظف ساخته است. این مهم سرمایه‌گذاران را در قضاوت‌ها و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کمک خواهد نمود (وبگاه سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲).

پیشینه پژوهش

کالوک چان و همکارانش در پژوهشی با عنوان "رابطه دستورالعمل سهام شناور آزاد با نقدشوندگی بازار" در سال ۲۰۰۲ که در بورس هنگ کنگ انجام دادند، به بررسی رابطه دستورالعمل بالا با نقدشوندگی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که با تصویب دستورالعمل فوق نقدشوندگی بازار افزایش پیدا کرده است. چانگ و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی اقدام به بررسی رابطه بین دستورالعمل راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار با استفاده از شاخصی از خصوصیات راهبری موثر بر شفافیت مالی و عملیاتی پرداختند و دریافته‌اند که این دستورالعمل در روند معاملات و افزایش حجم معاملات و نقدشوندگی تاثیر مثبتی داشته است. دوراند و اندرسن در سال ۲۰۰۱ در مطالعات خود با موضوع "تاثیر دستورالعمل سهام شناور آزاد و آزمون نقدشوندگی JSE" قصد داشتند رابطه بین سهام شناور آزاد و نقدشوندگی خالص JSE را آزمون کنند. و در نهایت آنها به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران از مشکلات نقدشوندگی رنج می‌برند و این مشکلات با بکارگیری یک شاخص جدید مبتنی بر سهام شناور آزاد، می‌تواند حل شود. بعبارت دیگر با بکارگیری این شاخص، نقدشوندگی سهام و بازار افزایش می‌یابد. (Durand & Anderson, 2001)

برنان و همکارانش^۹ (۱۹۹۸)، از حجم معامله سهام به عنوان معیار نقدشوندگی در یک مدل قیمت گذاری دارایی‌های چند فاکتوره که نوعی از APT است، استفاده کرده اند. برنان و همکارانش در مطالعه خود بر روی بازده اضافی از یک مدل عاملی استفاده کرده‌ند، و بدین گونه بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک را بدست آوردند. این بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک به صورت مقطعی با استفاده از حجم سهام و دیگر ویژگی‌ها مانند اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، قیمت، سود تقسیم شده و بازده‌های گذشته (برای گرفتن اثر شتاب) رگرس شدند. در این مطالعه از داده‌های دوره ۱۹۹۶-۱۹۹۵ استفاده شده است و جامعه آن‌ها شامل تمام سهام مورد معامله شده در بورس اوراق بهادار نیویورک، نزدک و بورس اوراق بهادار امریکا بود. همانطوری که انتظار می رفت، نتایج نشان داد که حجم اثر معنی دار و منفی بر بازده سهام تعدیل شده بر مبنای ریسک دارد.

داتار و همکارانش (۱۹۸۸)، از گردش معاملات سهام (نسبت حجم سهام معامله شده به تعداد سهام در دست سهامداران) به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرد. آنها بازده‌های مقطعی سهام بازار بورس نیویورک را برای دوره ۱۹۹۱-۱۹۶۳ با استفاده از گردش حجم معاملات و با کنترل کردن اثرات اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بتا و با به کار گرفتن روش فاما و مکبث (۱۹۷۳) برآورد کردند. پیش‌بینی این بود که با طولانی‌تر بودن دوره نگهداری سهام (که اشاره به نقدشوندگی پایین دارد)، یا گردش حجم معاملات پایین‌تر، بازده موردانتظار بالاتر است. نتایج با این پیش‌بینی سازگار بود: بازده مقطعی سهام به صورت منفی و معنی دار با گردش معاملات سهام مرتبط بود. همچنین تحقیقی که وسیله هیو^{۱۰} (۱۹۹۷)، در بازار بورس اوراق توكیو صورت گرفت نتایج مشابهی داشت (آمیهود و همکارانش، ۲۰۰۵، ص ۴۴-۴۳).

محمد جمال حسن جانی در سال ۱۳۸۷ در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین دستورالعمل سهام شناور آزاد با نقدشوندگی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران" به رابطه این دو متغیر پرداخت و به این نتیجه رسید که این دستورالعمل بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبتی داشته است. بعبارت دیگر قبل و بعد از تصویب این دستورالعمل در نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت را شاهد بودیم.

احمدپور و رسائیان (۱۳۸۸) رابطه بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را با نوسان‌های بازده سهام و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار بررسی کردند. تحقیق آنها از نوع توصیفی-همبستگی بود و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره (رگرسیون ترکیبی و مقطعی) استفاده کردند. دوره زمانی تحقیق آنها از سال ۱۳۸۴-۱۳۸۱ و نمونه تحقیق شامل ۱۵۶ شرکت بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون مقطعی و رگرسیون ترکیبی بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نوسان‌های بازده سهام است. همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشانگر رابطه منفی اما ضعیف بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارزش بازار بود.

فرتوک‌زاده و همکارانش (۱۳۸۹) عوامل موثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی را در بورس کالا ایران مورد بررسی قرار دادند. تحقیق فرتوک‌زاده و همکارانش نوع توصیفی-همبستگی بود. قلمرو زمانی مورد مطالعه آن‌ها از آذر ماه ۱۳۸۷ تا آبان ماه ۱۳۸۹ بود. در این پژوهش از معیار تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق بازار برای نشان دادن نقدشوندگی استفاده شد. بر اساس نتایج حجم معاملات اثر منفی، نوسان پذیری قیمت اثر

مثبت و سطح قیمت‌ها اثری بر روی تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش نداشت. همچنین حجم معاملات اثر مثبت بر عمق بازار دارد و بر خلاف مطالعات پیشین سطح قیمت‌ها تاثیر مثبت و نوسان پذیری قیمت بی اثر بر روی عمق بازار بود.

یحیی زاده‌فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی را بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نمونه شامل ۳۹ شرکت و دوره زمانی از سال ۷۸ تا ۸۴ است. در تحقیق آن‌ها با توجه 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 مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته تحقیق تأثیر معنی‌دار داشته‌اند. بدین 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.

امیر رساییان و ساسان مهرانی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین بازده سالانه سهام 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 در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. از این رو، تعداد ۱۵۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار گرفت. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیه‌ها، رگرسیون داده‌های ترکیبی می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر عدم وجود هرگونه رابطه معنا دار 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 ۱۳۸۶-۱۳۸۱ می‌باشد. نتایج، همچنین بیانگر وجود رابطه معنا دار بسیار کم اهمیت بین بازده سالانه سهام و درصد روزهای انجام معامله می‌باشد.

محمد پور زرنندی و همکاران (۱۳۹۰)، اقدام به بررسی تاثیر مازاد بازده بازار بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران کردند. آنها این کار را برای ۳۶ شرکت و در دوره زمانی فروردین ۱۳۷۸ تا اسفند ۱۳۸۴ و به کمک الگوی سری زمانی انجام دادند. در این تحقیق برای اندازه‌گیری دقیق تاثیر مازاد بازده بازار از متغیرهای IMV، SMB و HML استفاده شده است. نتایجی که از این تحقیق بدست آمده نشان می‌دهد که بین مازاد بازده بازار و مازاد بازده سهام رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. هدف پژوهش کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم‌چنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش همبستگی است. از آنجایی که در این پژوهش مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است، لذا پژوهش حاضر از لحاظ نوع استدلال قیاسی- استقرایی

می باشد. بدین معنی که در مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعه کتابخانه ای، سایر سایت ها، مقالات در چارچوب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه ها در قالب استقرایی انجام می پذیرد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. روش نمونه‌گیری غربالگری با اعمال شرایط زیر می باشد:

- (۱) اطلاعات مالی شرکت های مورد آزمون در دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد.
 - (۲) شرکت ها از ابتدای سال ۱۳۸۶/۰۱/۰۱ تا ۱۳۹۲/۰۳/۳۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و وقفه معاملاتی بیش از ۱ ماه نداشته باشد.
- در نهایت با توجه به روش غربالگری و بر اساس معیارهای فوق حجم نمونه نهایی ۱۶۴ شرکت به شرح جدول ۱ می باشد.

جدول ۱) تعداد شرکت ها پس از غربالگری

تعداد	شرح
۴۷۴	تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا ۱۳۹۲/۰۳/۳۱
(۶۵)	تعداد شرکتهایی که در قلمرو زمانی پژوهش از بورس برون رفت داشته اند
(۴۳)	تعداد شرکتهایی که در قلمرو زمانی پژوهش وارد بورس شده اند
(۶۷)	شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس نبوده
(۱۲۵)	شرکتهایی که بیش از یک ماه وقفه معاملاتی داشته اند
۱۶۴	تعداد شرکت های مورد بررسی

برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول‌های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. داده‌های آماری مرتبط با فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش اسناد و مدارک سازمانی از صورت‌های مالی شرکت ها استخراج و با توجه به فرضیه‌های تحقیق، داده‌های متغیرها از اطلاعات بدست آمده محاسبه شده است

بنابراین، داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی رایانه‌ای و مراجعه به کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار و استفاده از نرم افزار ره‌آورد نوین و مراجعه به وب سایت www.rdis.ir سایت متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار (مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)، جمع‌آوری خواهد گردید. همچنین صورت‌های مالی شرکت ها شامل ترازنامه، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت های همراه صورت های مالی در پایان هر سال مالی (۲۹ اسفند ماه) به عنوان ابزار پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. در پژوهش حاضر برای بررسی فرضیات به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی از نرم افزار SPSS ۱۹ و EViews 6 استفاده خواهد شد.

۴- مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای آن

مدل مورد استفاده در این تحقیق بصورت ذیل می‌باشد که در ادامه به بررسی جزئیات آن می‌پردازیم:

$$LIQUIDITY_{it} = \beta_1 + \beta_2 RULE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 PRICE_{it} + \beta_5 BTM_{it} + \beta_6 VOLATILITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

✓ متغیر وابسته

نقدشوندگی سهام (LIQUIDITY):

در این پژوهش به پیروی از پژوهش‌های مختلف نظیر مارشال (۲۰۰۶)، چان و فاف (۲۰۰۳)، بیکر و استین (۲۰۰۳) و داتار، نایک و رادکلیف (۱۹۹۸) از معیار نرخ گردش به عنوان معیار نقدشوندگی سهام استفاده می‌شود. معیار نرخ گردش به صورت نسبت حجم معاملات به تعداد سهام منتشره به شرح زیر محاسبه گردد:

$$Liquidity = V / N$$

که در آن V بیانگر حجم معاملات و N تعداد سهام شرکت است.

✓ متغیرهای مستقل:

قوانین معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار ($RULE$): در جدول زیر مهم‌ترین قوانین و دستور العمل‌های معاملاتی مصوب سازمان ارائه به همراه تاریخ تصویب ارائه شده است، لذا به منظور بررسی تاثیر هر یک از قوانین و دستور العمل‌ها بر نقدشوندگی سهام، این قوانین بصورت متغیری دامی (مصنوعی) وارد مدل رگرسیونی می‌شوند، بطوری که برای تاریخ‌های قبل از تصویب، عدد صفر منظور شده و برای تاریخ‌های بعد از تصویب مزبور عدد یک منظور می‌شود.

جدول ۲) دستورالعمل‌های مورد استفاده در تحقیق و تاریخ تصویب آن‌ها

ردیف	نام دستور العمل	تاریخ تصویب
۱	دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران	1391/10/09
۲	ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مشتمل بر ۶ ماده و ۴ تبصره	1391/07/10
۳	دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری	1390/02/31
۴	دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۷/۱۱/۱۲
۵	دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان	1386/05/03

ماخذ: قوانین مصوب سازمان بورس

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت ($SIZE$): از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

قیمت سهم (PRICE): برای محاسبه این معیار از میانگین قیمت سهام شرکت در بازه مورد نظر استفاده می‌شود.

ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM): این معیار از تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت به دست می‌آید.
نوسان بازده (VOLATILITY): این متغیر به عنوان شاخص کنترل ریسک مورد استفاده قرار می‌گیرد. انحراف معیار بازده در طول دوره برای تعیین این معیار محاسبه شده است.

۵- فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد.

۶- یافته های پژوهش

جدول شماره ۳، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق را در طی دوره مورد بررسی نشان می‌دهد. آماره توصیفی متغیرها تحقیق که با استفاده از داده‌های شرکت‌ها طی دوره آزمون (۱۳۸۶/۰۱/۰۱ تا ۱۳۹۲/۰۳/۳۱) اندازه‌گیری شده‌اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه ارائه گردیده است.

جدول ۳- آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

شرح متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
LIQUIDITY	0.157044	0.149662	0.294226	-0.34138	0.671977
RULE	0.2341	0	0.786472	0	1
SIZE	10.044587	9.012594	14.128811	8.2264	13.458945
PRICE	11563	8967	125631	1782	54265
BTM	0.45391	0.535119	1.7832	0.046721	0.15671
VOLATILITY	0.35872	0.30982	1.06559	0.142103	0.894562

ماخذ: نتایج حاصل از تحقیق

در این قسمت قبل از آزمون فرضیات به بررسی برخی از آزمون های مهم می پردازیم که قبل از اجرای مدل باید طبق فروض کلاسیک آنها را مورد بررسی قرار دهیم.

الف) آزمون مانایی: این آزمون به بررسی ایستایی و پایایی متغیرها می پردازد که ما در اینجا از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته برای بررسی مانایی داده ها می پردازیم که شواهد حاکی از مانا بودن تمامی داده ها می باشد.

ب) آزمون نرمالی: برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته و مستقل از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. این آزمون برای متغیرهای وابسته و کنترل انجام شده است. جدول خروجی آزمون $K-S$ در نرم افزار SPSS برای این متغیر به شرح جدول ۴ است. با توجه به جدول ذیل و آماره Z کولموگروف اسمیرنوف از آنجائی که سطح معناداری برای تمامی متغیرها بیشتر از 0.05 است فرضیه H_0 تایید شده لذا با اطمینان 95% می توان گفت متغیرهای مزبور در مدل های فوق از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول ۴- آزمون کولموگروف اسمیرنوف

نام متغیر	Z کولموگروف اسمیرنوف	سطح معناداری	نتیجه
LIQUIDITY	0.6697	0.4696	توزیع نرمال است
RULE	0.4528	0.0688	توزیع نرمال است
SIZE	0.3458	0.1225	توزیع نرمال است
PRICE	0.2918	0.1498	توزیع نرمال است
BTM	0.0895	0.1194	توزیع نرمال است
VOLATILITY	0.9437	0.2591	توزیع نرمال است

ماخذ: نتایج حاصل از تحقیق

ج) آزمون استقلال خطاها

آزمون دوربین واتسون همبستگی سریالی بین باقیمانده (خطا)های رگرسیون را بر مبنای فرض صفر آماری زیر آزمون می نماید:

H0: بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد.

H1: بین خطاها خود همبستگی وجود دارد.

آماره دوربین واتسن به همراه مقادیر بحرانی در سطح خطای ۱٪ به شرح جدول ۵ است. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون محاسبه شده مدل رگرسیونی تحقیق حاضر از مقدار بحرانی در سطح خطای 0.01 بزرگتر است لذا عدم همبستگی پیاپی یا سریالی باقی مانده ها در مدل های رگرسیونی اول و دوم در سطح معنی داری 0.01 مورد تایید قرار می گیرد.

جدول ۵) آزمون استقلال خطاها

آماره دوربین واتسن	مقادیر بحرانی (سطح خطا ۱٪)		مدل رگرسیونی
	Dl	du	
۱/۸۱۱	۱,۴۲۱	۱,۶۷۰	فرضیه فرعی اول
۱/۷۴۲	۱,۴۷۶	۱,۷۰۹	فرضیه فرعی دوم
۱/۹۳۲	۱,۵۱۲	۱,۸۷۲	فرضیه فرعی سوم
۱/۷۸۷	۱,۴۷۶	۱,۷۲۴	فرضیه فرعی چهارم
۲/۰۱۸	۱,۴۹۸	۱,۹۷۸	فرضیه فرعی پنجم

ماخذ: نتایج حاصل از تحقیق

د) ناهمسانی واریانس ها

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصاد سنجی به آن برخورد می‌کنیم موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس های نابرابر هستند. به منظور برآورد واریانس ناهمسانی در این تحقیق از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون به صورت جدول ۶ بیان می شود.

جدول ۶- نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

نتیجه آزمون	P-value	آماره وایت	مدل رگرسیونی
عدم وجود ناهمسانی	۰,۲۴۲	۲,۶۲۱	فرضیه فرعی اول
عدم وجود ناهمسانی	۰,۴۵۲	۱,۹۸۲	فرضیه فرعی دوم
عدم وجود ناهمسانی	۰,۳۴۶	۲,۳۴۵	فرضیه فرعی سوم
وجود ناهمسانی	۰,۰۱۱	۵,۸۹۷	فرضیه فرعی چهارم
وجود ناهمسانی	۰,۰۰۱	۸,۹۱۱	فرضیه فرعی پنجم

ماخذ: نتایج حاصل از تحقیق

نتایج حاصل از آزمون وایت در جدول ۶ آورده شده است. نتایج نشان دهنده این است که آماره F مدل های فرضیات فرعی اول، دوم و سوم در سطح خطای ۰,۰۵ معنی دار نیستند در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس در بین داده های مدل در سطح خطای ۰,۰۵ رد می‌شود. به همین دلیل می توان از مدل رگرسیونی OLS استفاده نماییم.

اما در خصوص مدل های فرضیات فرعی چهارم و پنجم آماره F در سطح خطای ۰,۰۵ معنی دار بوده، در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس در بین داده های مدل در سطح خطای ۰,۰۵ تایید می‌شود. چنین مشکلی در رگرسیون سبب خواهد شد که نتایج OLS دیگر کاراترین نباشد. برای رفع مشکل مزبور از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته (GLS) استفاده می گردد.

ه) آزمون هم خطی متغیرهای مستقل

با توجه به جدول ۷ میزان تلرانس و عامل واریانس برای تمامی متغیرهای مستقل بیشتر از ۰,۲ و عامل تورم واریانس نیز بسیار نزدیک به ۱ است (از ۵ خیلی کمتر است)، در نتیجه فرضیه عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل تایید می‌شود.

جدول ۷) آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل

عامل تورم	تلرانس	نام متغیر	
۱/۲۶۱	۰/۸۴۳	نقدشوندگی سهام	LIQUIDITY
۱/۴۱۵	۰/۷۰۷	قوانین معاملاتی مصوب سازمان بورس	RULE
۲/۱۷۵	۰/۴۶۱	اندازه شرکت	SIZE
۱/۰۴۶	۰/۹۵۱	قیمت سهام	PRICE
۱/۰۳۱	۰/۹۶۲	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM
۱/۰۱۷	۰/۹۸۱	نوسان پذیری بازده سهام	VOLATILITY

ماخذ: نتایج حاصل از تحقیق

آزمون فرضیات تحقیق

آزمون فرضیه فرعی اول

بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد. همانطور که تشریح گردید، در این تحقیق برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$LIQUIDITY_{it} = \beta_1 + \beta_2 RULE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 PRICE_{it} + \beta_4 BTM_{it} + \beta_4 VOLATILITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

مطابق با نتایج به دست آمده، سطح معنی‌داری (sig) متغیر دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (۳/۱۲۱) بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و H_1 مبنی بر این که بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد، تایید می‌گردد. از سوی دیگر با توجه به علامت مثبت ضریب متغیر مزبور (RULE) می‌توان ادعا نمود که نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بعد از تصویب دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یافته است. بنابراین می‌توان گفت که تصویب دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس توانسته نقدشوندگی بازار را افزایش دهد و این نشان دهنده افزایش رونق بازار و افزایش حجم معاملات می‌باشد.

آزمون فرضیه دوم:

بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد. مطابق با نتایج بدست آمده، سطح معنی‌داری (sig) متغیر تصویب دستورالعمل ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام (۰/۰۰۰) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t (۵/۰۷۳) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر این که بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل ضوابط مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد تایید می‌گردد. از سوی دیگر با توجه به علامت منفی ضریب متغیر مزبور (RULE) می‌توان ادعا نمود که نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بعد از تصویب دستورالعمل مزبور کاهش یافته است. با تصویب دستورالعمل فوق که برای متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام می‌باشد، نقد شوندگی بازار سهام کاهش یافته و می‌توان هشدار برای قانون‌گذاران و مسئولان مرتبط برای بازنگری در قانون مربوطه باشد.

آزمون فرضیه سوم

بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد.

مطابق با نتایج بدست آمده، سطح معنی‌داری (sig) متغیر دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری (۰/۲۳۱) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t (۲/۲۷۳) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر این که بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد تایید می‌گردد.

با توجه به توضیحات بالا از نظر مالی می‌توان به این نتیجه رسید که تصویب دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری توانسته بر نقدشوندگی سهام در بازار تأثیری داشته باشد که این تأثیر بصورت منفی ظاهر شده است.

آزمون فرضیه چهارم

بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد.

مطابق با نتایج بدست آمده، سطح معنی‌داری (sig) متغیر تصویب دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۰/۰۳۷) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t (۲/۷۳۲) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر این که بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد، تایید می‌گردد. از سوی دیگر با توجه به علامت مثبت ضریب متغیر مزبور (RULE) می‌توان ادعا نمود که نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بعد از تصویب دستورالعمل مزبور افزایش یافته است.

با توجه به توضیحات بالا می‌توان اذعان داشت تصویب دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توانسته بر نقدشوندگی بازار تأثیر مثبتی بگذارد و با تصویب آن نقدشوندگی بازار افزایش یافته است. بنابراین این دستورالعمل نشان از کارا بودن آن در بازار می‌باشد.

آزمون فرضیه پنجم

بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از تصویب دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان و بعد از آن، اختلاف معنی‌داری وجود دارد.

مطابق با نتایج بدست آمده، سطح معنی‌داری (sig) متغیر تصویب دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان (۰/۰۴۰۹) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t (۲/۲۳۵) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با

همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر این که بین نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قبل از دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان و بعد از آن، اختلاف معنی داری وجود دارد، تایید می‌گردد. از سوی دیگر با توجه به علامت مثبت ضریب متغیر مزبور (RULE) می‌توان ادعا نمود که نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بعد از تصویب دستورالعمل مزبور افزایش یافته است.

با توجه به نکات ارائه شده در بالا، تصویب دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بر نقدشوندگی بازار تاثیر مثبتی را گذاشته و بعبارت دیگر نقدشوندگی بازار بعد از تصویب دستورالعمل معاملاتی فوق افزایش پیدا کرده است. این نکته از این لحاظ حائز اهمیت است که مسئولان در رابطه با گسترش چنین دستورالعمل‌هایی که بر نقدشوندگی بازار تاثیر مثبتی دارد، پیشگام باشند.

۷- نتیجه گیری و بحث

پژوهش حاضر به بررسی رابطه دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار با نقدشوندگی سهام می‌پردازد.

همانطور که در ادبیات نظری و تجربی تحقیق اشاره شد، دستورالعمل‌های سازمان‌ها تاثیر بسزایی در روند معاملات داشته که یکی از آنها نقدشوندگی بوده که ما در این تحقیق تاثیر این دوررا بررسی کرده ایم.

دستورالعمل‌های مورد استفاده در این تحقیق ۵ دستورالعمل مصوب سازمان در بازه زمانی مورد استفاده در تحقیق می‌باشد که با استفاده از نرم افزارهای Eviews6 و Spss19 به بررسی آزمون فرضیات می‌پردازیم. قبل از بررسی آزمون فرضیات به بررسی برخی از آزمون‌های مهم از جمله مانایی، همبستگی، می‌پردازیم. نتایج حاصل از آزمون فرضیات حاکی از آن است که دستورالعمل‌های معاملاتی مصوب سازمان بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری بر نقد شونگی سهام دارد. با توجه به فرضیات تحقیق، از بین قوانین مورد بررسی دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار، دستورالعمل انطباقی ناشران پذیرفته شده در بورس، دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان رابطه مثبتی با نقدشوندگی سهام، دستورالعمل اجرایی دریافت سفارش‌های تلفنی با استفاده از مرکز تماس کارگزاری و دستورالعمل مربوط به شرایط متقاضیان خرید در معاملات عمده سهام و حق تقدم رابطه منفی با نقدشوندگی سهام دارد.

با توجه به موضوع این تحقیق پیشنهاد می‌گردد به بررسی عوامل و قوانین دیگر در نقدشوندگی بازار پرداخت تا راه را برای قانون‌گذاران جهت کارایی بازار باز کرد. هم چنین می‌توان این قوانین را در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد بررسی قرار داد چراکه انتظار می‌رود با توجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت‌ها در صنایع مختلف نتایج متفاوتی حاصل شود. با توجه به یافته‌های این تحقیق به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به تاثیرات بالقوه‌ای که قوانین و دستورالعمل‌های نظارتی سازمان بورس بر حجم معاملات و نقدشوندگی سهام می‌گذارد، توجه ویژه مبذول داشته باشند.

فهرست منابع

- * جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۸۹) شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۵.
- * خواجهی و همکاران (۱۳۸۹) بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی انباشته در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مطالعات مالی، شماره ۵.
- * ثقفی، علی و سلیمی، محمدجواد. ۱۳۸۴ "متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۳، ش ۲.
- * مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) بررسی وجود بازده غیر عادی در سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل موثر بر آن"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۸.
- * نیکبخت، محمد رضا، گنجی ف حمید رضا و تحریری، آرش، (۱۳۸۷)، تبیین عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم انسانی، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۷، صفحه ۱۲۹-۱۵۰
- * Aksu, H. (2003). "The effect of size, book-to-market ratio and prior distress information on the market reaction to troubled debt restructuring announcements," Graduate School of Business, Koc University.
- * Cai, Jie & Zhang, Zhe. (2005), Capital Structure dynamics and Stock Returns.
- * Cameron, Truong. (2011). "Employing high-low price range in forecasting market index volatility," Journal of International Financial Markets, Institutions & Money. Vol. 21, Iss. 5; p. 637.
- * Pollet, J.M & Wilson, M. (2010). "Average correlation and stock market returns," Journal of Financial Economics, pp. 364-380
- * Yang J, Hailin Qu and Kim W. (2009). "Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms," Journal of Hospitality Management, Vol. 28, pp. 579-285
- * Yaz Gulnur Muradoglu, Sheeja Sivaprasad (2012). "Capital structure and abnormal returns," International Business Review 21 (2012) 328-341

یادداشت‌ها

- ¹ Jurisdictions
- ² . Explicit And Implicit Costs
- ³ . Brokerage Commissions
- ⁴ . Government Taxes
- ⁵ . Bid-Ask Spreads
- ⁶ . Aitken And Comerton-Forde
- ⁷ . Harris
- ⁸ . Corporate Liquidity
- ⁹ . Brennan Et Al
- ¹⁰ . Hu