

## بررسی عوامل موثر بر نقدشوندگی قیمت سهام و تاثیر آن بر بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران

اسماعیل مقدمی جو

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه بین الملل پیام نور عسلویه.

نام نویسنده مسئول:

اسماعیل مقدمی جو

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۷

### چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی عوامل موثر بر نقدشوندگی قیمت سهام و تاثیر آن بر بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۹۲-۱۳۹۶ می باشد. این تحقیق از نوع توصیفی (نیمه تجربی)، همبستگی و از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های تولیدی در بورس اوراق بهادار با حجم نمونه ۱۲۵ شرکت می باشد. ابزار گردآوری داده های این تحقیق شامل داده های نرم افزار ره آورین نوین ۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی و گزارشات مبنا بوده و از سایت کدال سازمان بورس اوراق بهادار تهران گرفته شد. نتایج تحلیل رگرسیون نشان داد معیار نسبت گردش معاملات و معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به ترتیب به میزان ۰/۵۱۷ و ۰/۴۷۴ با بازده سهام ارتباط معنادار دارند. معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به میزان ۰/۸۹۳ با بازده سهام ارتباط معنادار دارد. معیار نسبت گردش معاملات به میزان ۰/۸۸۴ با بازده سهام ارتباط معنادار دارد. نتایج رتبه بندی معیارهای نقدشوندگی سهام نشان داد، نخست، معیار نسبت گردش معاملات با میانگین ۱/۶۳ و به میزان ۸/۷۱۲ و سپس معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش با میانگین ۱/۳۷ به میزان ۸/۷۱۲ بیشترین ارتباط را در بازدهی سهام شرکت های فعال در بورس دارند.

**واژگان کلیدی:** نقدشوندگی قیمت سهام، نسبت گردش معاملات، اختلاف قیمت پیشنهادی، بازده سهام.

## مقدمه

یکی از مهم ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای سرمایه، نقد شوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند. سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقد شوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می شود که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (دونادلی و پراسپری، ۲۰۱۲). بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشأت گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه های اصلی سرمایه گذاران می باشد. به عنوان یک تعریف، می توان گفت که نقدشوندگی، توانایی سرمایه گذاران در تبدیل دارایی های مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با آخرین معامله می باشد. یکی از مهم ترین کارکردهای بازار سرمایه، تامین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت گذاری دارایی ها می باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آنها دارد (کمال پور، ۱۳۹۷). نقدشوندگی سهام را می توان یکی از عوامل دخیل در تعیین بازده مورد انتظار سرمایه گذاران دانست. تعیین معیاری بر اساس خصوصیات خود شرکت که بتواند به تعیین میزان نقدشوندگی سهام کمک کند، می تواند به تصمیم گیری مناسب سرمایه گذاران و تعیین قیمت سهام منتهی شود. بازار سرمایه در شکل یک بازار مالی، محل تلاقی عرضه و تقاضای منابع مالی میان مدت و بلندمدت می باشد. عرضه کنندگان سرمایه در این بازار را اغلب پس انداز کنندگان فردی، اشخاص حقوقی دارای پس انداز یا مازاد پولی، سازمان ها و مؤسسات اعتباری و دولت تشکیل می دهند. این بازار به عنوان یکی از مرکز تأمین وجوه سرمایه ای، پس انداز و نقدینگی، افراد را به وسیله کارگزاران و واسطه های مالی به جانب سرمایه گذاری های بلندمدت تولیدی و بازرگانی هدایت می کند (حسینی، ۱۳۸۹).

فرآیند سرمایه گذاری مستلزم تجزیه و تحلیل تصمیمات سرمایه گذاری است. در این حالت فعالیت های مربوط به فرآیند تصمیم گیری تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه گذاران که بر روی تصمیمات آنها تأثیر می گذارد مورد بررسی قرار می گیرد. شرکت های سهامی نقش عمده ای در اقتصاد بازی می کنند و موفقیت این شرکت ها به میل سرمایه گذاران و اعتباردهندگان به سرمایه گذاری در این شرکت ها بستگی دارد (کمال پور، ۱۳۹۷). نتایج بررسی ها و مطالعات انجام شده بر روی بازارهای سرمایه این امکان را فراهم می آورد که سرمایه گذاران و استفاده کنندگان از اطلاعات با سهولت بیشتری شرکت های برتر را نسبت به سایر شرکت ها تمیز دهند و بدین ترتیب سرمایه گذاری معقول تری انجام دهند. این نقش در کشورهای توسعه یافته بوسیله مؤسسات رتبه بندی ایفا می شود، اما بازار سرمایه ایران فاقد چنین مؤسساتی بوده و تنها رتبه بندی رایج، معمول و معتبر شرکت ها، رتبه بندی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و رتبه بندی سازمان مدیریت صنعتی است. مطالعات زیادی در مورد نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام به صورت جداگانه انجام گرفته است. ولی در حوزه نقدشوندگی سهام شرکت های سرمایه گذاری و نقدشوندگی پرتفوی آن ها به خصوص در ایران مطالعه ای انجام نشده است. در این تحقیق به بررسی وجود رابطه بین دو مفهوم نقدشوندگی پرتفوی شرکت - های سرمایه گذاری و نقدشوندگی سهام آنها پرداخته می شود. در واقع این تحقیق اولین نمونه ای است که در ایران برای درک این رابطه انجام می گیرد. همچنین با توجه به این که یکی از دغدغه های سرمایه گذاران با در نظر گرفتن آن اقدام به سرمایه گذاری در سهام خاصی می کنند، بنابراین تعیین این که سهام کدام شرکت ها دارای پتانسیل بیشتری برای نقد شدن می باشد، برای سرمایه گذاران مهم می باشد. در عین حال بسیاری از شرکت های سرمایه گذاری در بازار وجود دارند که از روی اجبار اقدام به اتخاذ استراتژی مدیریت پرتفوی غیرفعال نموده اند، دلیل این امر می تواند عدم نقدشوندگی بخشی از پرتفوی شرکت باشد (تیلور، ۲۰۰۹).

عدم نقدشوندگی بخشی از پرتفوی از انعطاف پذیری مدیریت پرتفوی کاسته و منجر به محدودیت در مدیریت بهینه پرتفوی می شود و این می تواند در استقبال سرمایه گذاران از این سهم در بازار سرمایه و نهایتاً نقدشوندگی سهام شرکت موثر

باشد. در واقع مهم ترین هدف این پژوهش را می توان " بررسی ارتباط میان معیارهای نقدشوندگی سهام و ارتباط آنها با بازده در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران " بیان نمود.

### فرضیه های تحقیق

بین معیارهای نقدشوندگی قیمت سهام و بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. بین معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (از معیارهای نقدشوندگی سهام) و بازده سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

بین معیار نسبت گردش معاملات (از معیارهای نقدشوندگی سهام) و بازده سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

### مبانی نظری پژوهش

نقدشوندگی، یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر روی تصمیمات پرتفوی سرمایه گذاران است. بنابراین سرمایه گذاران منطقی به یک صرف ریسک بالاتری برای نگهداری اوراق بهادار غیرنقدتر نیاز دارند و عملاً به هنگام تشکیل پرتفوی خود، میزان نقدشوندگی آنها را مد نظر قرار می دهند. نقدشوندگی، یک معیار چند بعدی است و از آنجا که هنوز معیار منحصر به فردی وجود ندارد که بتواند همه ابعاد نقدشوندگی را پوشش دهد، ناگزیر از چند معیار مجزا که هر یک بیانگر یک بعد از نقدشوندگی است، استفاده می شود (فیروزی، ۱۳۹۱). تعریف مفهوم نقدشوندگی و اندازه گیری آن آسان نیست. زیرا تعریف واحد و توافق شده ای برای آن ارایه نشده است. به طور ساده، نقدشوندگی به معنی امکان تبدیل یک دارایی به دارایی دیگر در بازه زمانی کوتاه و بدون ایجاد ضرر ناشی از تغییرات قیمت است. بیکر (۱۹۹۶) بازار نقد را جایی می دانند که در آن، امکان اجرای حجم بالایی از معاملات بدون ایجاد تأثیر معنی دار در قیمت، برای مشارکت کنندگان وجود دارد (کاظمی، ۱۳۹۱). در تعریفی، نقدشوندگی به معنای توانایی سرمایه گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴).

تعریف ساده دیگر از نقدشوندگی در بازارهای مالی، توانایی در جذب آسان جریان سفارش های خرید و فروش است. هرچند بیکر (۱۹۹۶) عقیده دارند که این تعریف نمی تواند تمام مشخصات نقدشوندگی را بیان دارد. زیرا، نقدشوندگی مفهومی چندبعدی است (راعی و همکاران، ۱۳۹۲).

یکی از نیازهایی که شرکت برای برطرف کردن آن اقدام به جذب نقدینگی و ایجاد بدهی می کند، میزان نقدشوندگی دارایی های آن است. نقدشوندگی پایین دارایی ها، توان شرکت را جهت مقابله با بحران های مالی کاهش می دهد. لذا این نیاز می تواند تأثیرات بالاهمیتی بر شرکت به جای بگذارد. نقدشوندگی دارایی<sup>۲</sup>، در علم اقتصاد یا سرمایه گذاری به توانایی تبدیل به وجه نقد نمودن یک دارایی اطلاق می شود (فنگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). دارایی که از قدرت نقدینگی بالایی برخوردار است، یعنی به آسانی می توان آن را در بازار فعال، معامله کرد و بر اساس قیمت های رایج، آن را به پول نقد تبدیل نمود. ریسک نقدشوندگی، در علوم مالی ریسک نقدشوندگی را نمی توان همانند ریسک مالی یا ریسک تجاری محاسبه کرد. اصولاً سرمایه گذاران، نقدشوندگی را از این دیدگاه مورد توجه قرار می دهند، که بتوانند یک دارایی را سریعاً بخرند یا بفروشند، بدون آن که قیمت آن دستخوش تغییرات شدید شود و از همین دیدگاه است که می گویند دارایی مذکور دارای قدرت نقدشوندگی بالایی است. هر قدر خرید و فروش یک دارایی سریع تر انجام شود، ریسک نقدشوندگی کم تر می شود (یحیی زاده فر، ۱۳۸۷). اوراق و اسناد خزانه در ایالات متحده آمریکا، به ویژه اوراق خزانه ۳۰ تا ۹۰ روزه، ریسک نقدشوندگی ندارند. زیرا سرمایه گذاران می توانند به سرعت و بدون کاهش قیمت این اوراق را بخرند یا بفروشند. نقطه مخالف این وضعیت، وقتی است که یک نفر بخواهد در سهام شرکت های کوچک سرمایه گذاری کند، که برای خرید یا فروش آن ها باید چند روز یا چند هفته

2 -Liquid asset

3 -Feng

منتظر بماند و در مواردی هم باید قیمت پیشنهادی فروش را کمتر کند. نقدشوندگی به این موضوع اشاره دارد که با چه سرعتی می توان یک دارایی یا سهام را به قیمت واقعی در بازار فروخت (کمال پور، ۱۳۹۷). هر قدر میزان معاملات یک سهم در بازار بیشتر باشد و خریداران و فروشندگان بیشتری آن سهم را معامله کنند، نقدشوندگی آن بیشتر است. به عبارت دیگر اگر بتوان یک دارایی را با سرعت بالایی و بدون دردسر به وجه نقد تبدیل کرد، نقدشوندگی آن دارایی و قابلیت عرضه و فروش آن در بازار بیشتر است (آمیهاد، ۴، ۲۰۱۰).

نقدشوندگی می تواند از هزینه های معاملاتی برون زا<sup>۵</sup>، اطلاعات محرمانه<sup>۶</sup>، ریسک نگهداری اوراق بهادار خریداری شده جهت فروش مجدد<sup>۷</sup>، مشکلات پژوهش و جستجو<sup>۸</sup> ناشی شود. منبع دیگر عدم نقدشوندگی، فشار تقاضا و ریسک اوراق بهادار خریداری شده جهت فروش مجدد است. فشار تقاضا به دلیل اینکه همه عاملان در همه زمان در بازار حضور ندارند، به وجود می آید. این به این معنی است که اگر یک عامل نیازمند فروش سریع یک ورقه بهادار باشد، خریدار ممکن است فوراً در دسترس نباشند (پاستور<sup>۹</sup>، ۲۰۰۳). در نتیجه فروشنده ممکن است ورقه بهادار را به یک بازارساز بفروشد. بازارساز در حالی که دارایی را به قصد فروش مجدد نگه می دارد، متحمل ریسک تغییرات قیمت می شود و این ریسک باید جبران شود. راه جبران این ریسک این است که بازارساز هزینه ای را به فروشنده تحمیل کند (محبی، ۱۳۹۶). بیشترین حجم معاملات در بورس، به معاملات سهام اختصاص دارد، تا آنجا که برخی، حتی بورس را بازار سهام می نامند. همچنین بسیاری از سرمایه گذاران با وجود آن که می دانند سهام در مقایسه با اوراق مشارکت و اوراق اجاره، ریسک بیشتری دارد، باز هم خرید و فروش سهام را به سایر اوراق بهادار، ترجیح می دهند (جین<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۰). شاید مهم ترین دلیل این علاقه مندی، رابطه بین ریسک و بازده باشد، به این معنا که خریداران سهام با پذیرش ریسک بیشتر، انتظار دارند بازدهی بیشتری در مقایسه با اوراق مشارکت و اوراق اجاره بدست آورند. اما سهم چیست (کتی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۵).

سهام، بیانگر میزان مالکیت فرد از یک دارایی است. اجازه بدهید با یک مثال بسیار ساده توضیح بدهیم. کارخانه ای با سرمایه یک میلیارد تومان را در نظر بگیرید. اگر کل کارخانه متعلق به یک نفر باشد، تنها آن فرد مالک کارخانه به شمار می رود (بودت<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۴).

اگر چهار نفر به نسبت مساوی مالک کارخانه باشند، در آن صورت سهم هر کدام از آن ها در کارخانه یک چهارم خواهد بود. حال فرض کنید مالکیت این کارخانه یک میلیارد تومانی بین هزار نفر به صورت مساوی تقسیم شود. در این صورت میزان مالکیت هر یک از این افراد در کارخانه یا به تعبیر دیگر، سهم هر فرد از کارخانه یک میلیون تومان خواهد بود. (یک میلیارد تقسیم بر هزار) بنابراین، سهم در تعریف بسیار ساده، بیانگر میزان مالکیت فرد از یک دارایی است (مورانگا<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۵). مفهوم دیگری که بلافاصله پس از مفهوم سهام با آن مواجه می شویم، شرکت سهامی است. شرکت سهامی شرکتی است که سرمایه آن به سهام تقسیم شده است و هر یک از صاحبان سهام به میزان سهمی که دارند، در شرکت مسئولیت داشته و در سود و زیان حاصل از فعالیت شرکت نیز سهیم خواهند بود (دستگیر و شریفی، ۱۳۸۸).

### پیشینه تحقیق

کمال پور (۱۳۹۷) در مقاله ای به بررسی رابطه میان نقدشوندگی دارایی و بازده و تاثیر آن بر شفافیت مالی پرداخت. وی این تحقیق را بر روی ۱۲۵ شرکت از شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. بعد از جمع آوری داده های

4 -Aehad

5 -Exogenous Trading Costs

6- Private Information

7 -Inventory Risk

8 -Search Problems

9 -Pastour

10 -Jin

11 - cati

12 -Bodat

13 -Moragana

تحقیق و انجام تجزیه و تحلیل آماری بر روی شرکت های انتخابی نتایج نشان داد که میان نقدشوندگی دارایی و بازده سهام و همچنین میان بازده سهام و شفافیت مالی رابطه معناداری وجود دارد.

شریفیان (۱۳۹۶) در مقاله ای تحت عنوان بررسی اثر ریسک نقدشوندگی نامطلوب در ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به ارزیابی نتایج حاصل از به کارگیری نسبت شارپ و نسبت پتانسیل مطلوب در ارزیابی عملکرد شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر اساس نتایج حاصل از این تحقیق بین رتبه بندی های صورت گرفته بر اساس دو نسبت مذکور در بالا، ارتباط معنی داری وجود دارد و این ارتباط ناشی از وود چولگی منفی در توزیع بازدهی ها می باشد. به دلیل وجود چولگی در توزیع بازدهی به کارگیری نسبت پتانسیل مطلوب در ارزیابی عملکرد ارجحیت دارد.

محبی (۱۳۹۶) مقاله ای با عنوان بررسی اثر نقدشوندگی دارایی ها و سهام بر تصمیمات ساختار سرمایه مورد بررسی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران انجام داده است که به بررسی تأثیر نقدشوندگی دارایی و نقد شونگی سهم بر روی تصمیمات ساختار سرمایه می پردازد. تصمیمات ساختار سرمایه از دو دیدگاه ایستا و سلسله مراتبی (تئوری توجیحی) مورد بررسی قرار گرفته است. این تحقیق در شرکت های بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته چرا که این شرکت ها دارای ویژگی های مورد نظر پژوهش از جمله ساختار سرمایه کامل و اختیار تصمیم گیری در رابطه با نحوی تامین مالی می باشند. جامعه پژوهش با توجه به محدودیت های گفته شده در پژوهش شامل ۳۵۰ شرکت بورس اوراق بهادار می باشد و از بین آن ۱۸۶ شرکت بین سال های ۱۳۹۰ - ۱۳۹۴ به عنوان نمونه انتخاب شده است.

روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش رگرسیون با استفاده از داده های ترکیبی می باشد. برای تخمین مدل های رگرسیونی با داده های تابلویی، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمین با تشخیص مدل توسط آزمون چاو، هاسمن<sup>۱۴</sup> و همچنین آزمون فروش کلاسیک مانایی داده و متغیرهای تحقیق استفاده شده است. نتایج آزمون و فرضیه ها، رابطه معنادار و معکوس شاخص نقد شونگی با متغیرهای ساختار سرمایه و عدم وجود رابطه معنادار بین شاخص نقد شونگی با متغیرهای ساختار سرمایه را نشان می دهد.

شادمند و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام با توجه به ویژگی های خاص شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چنین بیان کردند که در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند. یکی از موضوع های اساسی در سرمایه گذاری میزان نقدشوندگی دارایی ها است زیرا برخی از سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه گذاری خود نیاز داشته باشند. سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار به وسیله سرمایه گذاران است. در این ارتباط پس از آزمون دو متغیر، متغیرهای اندازه، قیمت سهام، ارزش دفتری به ارزش بازار شاخص کنترل ریسک به عنوان متغیرهای کنترل وارد مدل شدند. نتایج پژوهش نیز مبین رابطه و معنی دار بین نقدشوندگی دارایی ها و نقد شونگی سهام است.

احمدپور و باغبان (۱۳۹۳) در تحقیقی رابطه میان نقد شونگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام شرکت در نمونه های از شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ را مورد بررسی قرار دادند. از معیارهای نقد شونگی که توسط آمیهود ارائه و توسط گوپالن به منظور تصحیح چولگی<sup>۱۵</sup> زیاد آن بهینه شد و اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان شاخص های نقد شونگی معاملاتی سهام استفاده شده است و از معیارهای نقد شونگی<sup>۱۶</sup> که معیارهای امتیازی جهت نقد شونگی دارایی ها ارائه شده توسط گوپالن، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها، نسبت دارایی ثابت، نسبت حساب های دریافتی، برای توصیف خصوصیات شرکت نسبت سرمایه گذاری کوتاه مدت و نسبت موجودی کالا و برای توصیف ساختار سرمایه از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی ها و نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی ها به

14 -Hamon

15 -CHolge

16 - WAL

عنوان شاخص های نقدشوندگی دارایی ها استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت معنی داری وجود دارد.

فیروزی و همکاران (۱۳۹۱) تحقیقی با هدف ارزیابی رابطه بین نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام انجام دادند. نتایج تحقیق نشان داد بین نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود دارد. این رابطه به انتظارات بازار در ارتباط با توسعه دارایی های نقدشونده واحدهای تجاری بستگی دارد. بنابراین، فرضیه های این تحقیق، نقدشوندگی سهام را به آن دسته عملکردهای مدیریتی که نقدشوندگی دارایی های واحدهای تجاری را تغییر می دهد از قبیل سرمایه گذاری، تأمین مالی و پرداخت سود سهام پیوند می دهد.

طبق پیش بینی، نتیجه نیز حاکی از آن است که بعد از کنترل عوامل ثابت واحد تجاری، افزایش در نقدشوندگی دارایی ها، نقدشوندگی سهام را نیز افزایش می دهد. این رابطه، زمانی که احتمال کمتری برای تبدیل دارایی های نقدشونده به دارایی های غیرقابل نقد توسط مدیریت وجود دارد برای مثال، نسبت پایین ارزش بازار به ارزش دفتری در طول رگرسیون های اقتصادی و زمانی که سود سهام پرداختنی مورد انتظار بیشتر است، قوی تر خواهد بود.

حسینی، کرمی و شفیع پور (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت ها و نقدشوندگی بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن ها در تحقیق خود به پشتوانه تئوری نمایندگی و بازخورد، ارتباط بین عملکرد و نقدشوندگی سهام با استفاده از رگرسیون چند متغیره بررسی و با یکدیگر مقایسه کرده اند. متغیرهای تحقیق برای عملکرد شرکت ها بازده دارایی ها و شاخص توبین و برای نقدشوندگی بازار سهام شکاف عرضه و تقاضا، گردش معاملات، ارزش بازار معاملات و تعداد دفعات معاملات استفاده شده است. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین بازده دارایی ها و متغیرهای ارزش معاملات، تعداد دفعات معاملات و مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معنی دار وجود دارد و همچنین رابطه بین شاخص توبین و متغیرهای ارزش معاملات، تعداد دفعات معاملات و مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معنی دار و با متغیر شکاف عرضه و تقاضا رابطه منفی و معنی دار وجود دارد.

مسجد موسوی (۱۳۸۹) در تحقیقی، رابطه بین نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی سهام را با استفاده از سه معیار نسبت گردش حجم معاملات، معیار نقد شونددگی که آمیهد ارائه و گوپالان به منظور تصحیح چولگی زیاد آن بهینه کرده است و بازده صفر به عنوان شاخص های نقد شونددگی معاملات سهام بررسی کرد. شایان ذکر است که در این پژوهش، اثر سه متغیر کنترلی رشد واحد تجاری، نسبت سود سهام عادی به سود ویژه و اندازه واحد تجاری بر این رابطه بررسی شده است. جامعه آماری، شرکت های غیرمالی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند منتهی می شود است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین نقد شونددگی دارایی ها و نقد شونددگی سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

چارن ونگ<sup>۱۷</sup> و همکاران، (۲۰۱۷) تحقیقی با عنوان نقدینگی دارایی و نقدینگی سهام: شواهد بین المللی انجام دادند. این مطالعه رابطه بین نقدینگی دارایی و نقدینگی سهام در ۴۷ کشور را بررسی می کند. در حمایت از فرضیه عدم اطمینان ارزیابی، آنها نتیجه گرفتند که شرکت هایی با نقدینگی بیشتر دارایی به طور متوسط دارایی نقدینگی سهام بالاتری دارند. مهم تر از همه، مطالعه آن ها نشان می دهد که نقدینگی دارایی نقش مهمی در حل عدم قطعیت ارزیابی در کشورهای دارای محیط ضعیف اطلاعات دارد. به عنوان مثال، نتیجه گرفتند که رابطه بین نقدینگی دارایی سهام در کشورهای با استانداردهای ضعیف حسابداری قوی تر است. آن ها بیشتر شواهدی پیدا کردند که محیط اطلاعات بهبود یافته حسابداری منجر به ضعف نسبت به نقدینگی سهام دارایی ضعیف تر می شود. در نهایت، مطالعه آنها نشان می دهد که رابطه نقدینگی سهام دارایی مثبت به دلایل شفافیت و / یا نقدینگی مربوط می شود.

فوران<sup>۱۸</sup> و همکاران (۲۰۱۶) تحقیق با عنوان قیمت گذاری دارایی ها بر روی نقدشوندگی سهام بازار در بریتانیا اثر دارد را به انجام رسانده اند. آنها بر این عقیده اند که مطالعات قبلی در زمینه نقدشوندگی با حذف داده های بحران مالی اخیر همراه بوده و بیشتر بروی ایالات متحده آمریکا که ساختار بازار متفاوتی نسبت به بریتانیا دارد، تمرکز شده است. آن ها اندازه گیری های

نقدشوندگی خرد را برای همه سهام در نظر گرفتند. آن ها یافتند که تفاوت های مقطعی در بازدهی های در مقابل پرت فولیوها<sup>۱۹</sup> که توسط ریسک نقدشوندگی مرتب شده، وجود دارد. وابستگی زیادی بین بازار، اندازه بازار و ریسک ارزش وجود دارد. نتایج نشان داد که در طول بحران مالی یک استراتژی ریسک نقدشوندگی زیاد تجزیه آلفاهای منفی مؤثری را تجربه می کند.

گاداتاییم<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۶) تحقیقی با عنوان نقدشوندگی دارایی، نقدینگی سهام، و تمرکز مالکیت انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که نقدشوندگی دارایی، ناپایداری دارایی ها را کاهش می دهد نقدینگی سهام را بهبود می بخشد. با این حال، نقدشوندگی دارایی هزینه کمتری نسبت به سایر نقدشوندگی ها دارد. بنابراین، نقدشوندگی دارایی ممکن است باعث افزایش عدم اطمینان دارایی ها شود. شرکت های اردنی اغلب در مالکیت سهام خود بسیار موفق هستند. مالکیت سهام به سهامداران اجازه می دهد که سهام خود را به شرکت های بزرگ تبدیل کنند. عدم اطمینان در مورد استفاده از نقدشوندگی دارایی در شرکت های غنی از پول نقد منجر به عدم اطمینان بیشتر در مورد جریان های نقدی شرکت و از این رو، نقدینگی سهام پایین تر می شود. یافته های این تحقیق نشان می دهد که با افزایش مالکیت، نقدینگی دارایی ها به صورت نقدینگی سهام منفی می شود.

دلوی و باغی<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۴) مقاله ای با عنوان ارزیابی رابطه بین عملکرد شرکت ها و نقدشوندگی بازار سهام به انجام رسانده اند. این مطالعه بر روی ۱۵۴ شرکت بازار سرمایه تهران که در بازه زمانی ۱۳۸۳ و ۱۳۸۸ فعالیت داشته اند انجام شده و از روش های ترکیبی برای بررسی رابطه عملکرد کسب و کار و نقدشوندگی استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه تئوری نمایندگی را تأیید کرده و بازخورد مقیاس های عملکردی و نقدشوندگی سهام را با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد ارزیابی و مقایسه قرار داده است. نتایج نشان می دهد که رابطه مستقیم و معنادار بین عملکرد و نقدشوندگی وجود دارد. با مقایسه کردن دو شاخص اندازه گیری عملکرد (توبین و بازدهی سرمایه) شاخص توبین ارزش بازار را بهتر از شاخص همتای خود یعنی بازدهی سرمایه برآورد کرده است.

رادهاکریشن<sup>۲۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) تحقیقی با عنوان ارتباط بین نقدشوندگی دارایی و نقدینگی سهام انجام دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که افزایش نقدینگی دارایی، بیشتر برای شرکت هایی است که کمتر سرمایه گذاری مازاد خود را سرمایه گذاری می کنند (به عنوان مثال، شرکت هایی که فرصت های رشد کمتری دارند و شرکت های دارای محدودیت مالی دارند). به لحاظ تجربی، بین نقدینگی دارایی و نقدینگی سهام رابطه مثبت و اقتصادی زیادی به دست آمد. مطابق با مدل تحقیقاتی آن ها، این رابطه بیشتر برای شرکت هایی است که کمتر احتمال دارد که دارایی های خود را دوباره سرمایه گذاری کنند.

لام و تام<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۱) تاثیر نقدشوندگی سهام را بر نقدینگی دارایی و قیمت گذاری دارایی های سرمایه بررسی کردند. نتایج آن ها نشان می دهد نقدشوندگی سهام می تواند به عنوان عاملی دیگر به مدل های نقدینگی دارایی و قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در نظر گرفته شود. از نظر آن ها بهترین مدل برای ارزیابی صرف ریسک مرتبط با بازده سهام، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی است.

آنجینر و دنیز<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۰) معتقد است که مقاله های تئوریک صرف نقدینگی را به تصمیم های معاملاتی بهینه در مقابل هزینه های معاملاتی پیوند زده اند. به خصوص روزهای نگهداری سرمایه گذار، چگونگی تنزیل هزینه های معاملاتی و تأثیر آن در قیمت گذاری دارایی را تعیین می کنند. او در تحقیق خود مشاهده کرد که رابطه معنی داری بین دوره های نگهداری و هزینه های معاملاتی وجود دارد. این رابطه برای سرمایه گذاران خبره قوی تر بود. سرمایه گذارانی که دوره نگهداری بیشتر دارند، بعد از تنزیل هزینه های معاملاتی بازده بیشتری به دست می آورند. همچنین بین تقاضای سرمایه گذاران برای نقدشوندگی دارایی ها همبستگی وجود داشت. تقاضا برای نقدشوندگی در طول دوره نقدشوندگی پایین بازار افزایش می یافت.

19 -Part foliha

20 -Ghada Tayem

21 -Dalvi &amp; Baghi

22 -Radhakrishnan

23 -Lam and Tam

24 -Anginer, Deniz



سرمایه گذارانی با درآمد و ثروت بالا در سهامی سرمایه گذاری می کردند که در هنگام پایین بودن نقد شوندگی بازار، دارای نقدشوندگی کافی باشند. ولی تحقیقات بعدی سودمندی مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را در توضیح بازده های مقطعی مورد تردید قرار دادند. به دلیل اینکه بازده های مورد انتظار استراتژی های سرمایه گذاری مبتنی بر خصیصه های شرکت، توسط بتای توضیح داده نمی شود.

تیلور<sup>۲۵</sup> و همکاران، (۲۰۰۹) در تحقیق دیگری رابطه مثبتی را بین نقدشوندگی دارایی های یک شرکت و نقدشوندگی سهام آن شرکت پیش بینی کردند. استدلال آن ها این بود که این رابطه به انتظارات بازار در خصوص آرایش دارایی های نقدشونده شرکت بستگی دارد. در تحقیق آنها فرض بر این بود که نقدشوندگی سهام به تصمیمات مدیریتی مانند سرمایه گذاری و تأمین مالی که نقدشوندگی دارایی های شرکت را تغییر می دهند مربوط است. معیارهای آن ها برای نقدشوندگی سهام معیار آمیهد، شکاف قیمت خرید و فروش، میانگین شکاف قیمت خرید و فروش موثر و بازده صفر بود. برای نقدشوندگی دارایی ها نیز به ترکیب دارایی ها برحسب نقد شوندگی امتیازی از صفر تا یک داده شده و امتیاز وزنی آنها محاسبه شده و به عنوان معیار نقدشوندگی دارایی ها استفاده شده است. آن ها به این نتیجه رسیدند که افزایش یک واحد در نقدشوندگی دارایی ها باعث افزایش ۱۴/۵ درصدی نقدشوندگی سهام شرکت می شود.

### روش تحقیق

از لحاظ طبقه بندی انواع تحقیق این تحقیق از نوع توصیفی (نیمه تجربی)، همبستگی و از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع آوری خواهد شد. داده های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی صورت خواهد گرفت. نرم افزار ره آورین نوین ۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی و گزارشات مبنا بوده و از سایت کدال سازمان بورس اوراق بهادار تهران گرفته خواهد شد. جامعه آماری این تحقیق شرکت های تولیدی در بورس اوراق بهادار می باشد. به طور کلی مجموعاً ۵۲۵ شرکت تولیدی در دوره زمانی بین سال های ۱۳۹۲-۱۳۹۶ به عنوان نمونه انتخاب شدند. مهم ترین دلیل انتخاب این جامعه آماری، این است که شرکت های تولیدی بزرگ ملزم به رعایت معیارهای مشخصی در فراهم و ارائه کردن اطلاعات هستند. با توجه به زیاد بودن تعداد جامعه آماری، از میان شرکت های تولیدی موجود در بورس اوراق بهادار تعدادی را با توجه به شرایط زیر به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند:

الف) شرکت هایی به عنوان نمونه آماری انتخاب خواهند شد که همگن باشند. به عبارت دیگر، شرکت های سرمایه گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک ها ماهیت خدماتی داشته و مابقی شرکت ماهیت تولیدی دارند و ما شرکت های تولیدی را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

ب) به منظور انتخاب شرکت های فعال، معاملات این شرکت ها در طول سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ در بورس، دچار وقفه نشده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت ها باید در طول سال های مذکور در بورس فعال باشد.

ج) طول وقفه، نباید بیشتر از ۳ ماه باشد.

د) جهت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

ه) صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه آن قابل دسترسی باشد.

برای پردازش اطلاعات از نرم افزار SPSS در این پژوهش مورد استفاده قرار خواهد گرفت. روش پژوهش حاضر توصیفی پیمایشی از نوع همبستگی و از نظر هدف پژوهشی کاربردی است که مبتنی بر تحلیل رگرسیون زمانی مقطعی است که از برآورد رگرسیون ساده چند متغیره با روش حداقل مربعات معمولی استفاده می شود.



**یافته های پژوهش**

فرضیه اصلی: بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

بازده سهام	ضریب همبستگی بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سهام	
0/716	ضریب همبستگی	معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش
0/000	سطح معناداری	
125	مجموع	
0/844	ضریب همبستگی	معیار نسبت گردش معاملات
0/000	سطح معناداری	
125	مجموع	

نتایج نشان داد بین معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و بازده سهام، ارتباط معناداری با ضریب همبستگی به میزان ۰/۷۱۶ و بین معیار نسبت گردش معاملات و بازده سهام ارتباط معناداری با ضریب همبستگی به میزان ۰/۸۴۴ وجود دارد ( $P\_Value < 0/05$ ).

فرضیه فرعی اول: بین معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و بازده سهام در شرکت های فعال تولیدی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بازده سهام	ضریب همبستگی بین معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و بازده سهام	
716۰/	ضریب همبستگی	معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش
000۰/	سطح معناداری	
125	مجموع	

نتایج نشان داد بین معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و بازده سهام، ارتباط معناداری با ضریب همبستگی به میزان ۰/۷۱۶ وجود دارد ( $P\_Value < 0/05$ ).

فرضیه فرعی دوم: بین معیار نسبت گردش معاملات و بازده شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

بازده سهام	ضریب همبستگی بین معیار نسبت گردش معاملات و بازده سهام	
844۰/	ضریب همبستگی	معیار نسبت گردش معاملات
000۰/	سطح معناداری	
125	مجموع	

نتایج نشان داد بین معیار نسبت گردش معاملات و بازده سهام ارتباط معناداری با ضریب همبستگی به میزان ۰/۸۴۴ وجود دارد ( $P\_Value < 0/05$ ).

**بحث، نتیجه گیری تحقیق**

از مهم ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای سرمایه، نقد شوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند. سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقد شوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک

برای آن محسوب می شود که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند. بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشأت گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه های اصلی سرمایه گذاران می باشد. شرکت های سهامی نقش عمده ای در اقتصاد بازی می کنند و موفقیت این شرکت ها به میل سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان به سرمایه گذارانی در این شرکت ها بستگی دارد. نتایج بررسی ها و مطالعات انجام شده بر روی بازارهای سرمایه این امکان را فراهم می آورد که سرمایه گذاران و استفاده کنندگان از اطلاعات با سهولت بیشتری شرکت های برتر را نسبت به سایر شرکت ها تمیز دهند و بدین ترتیب سرمایه گذارانی معقول تری انجام دهند. تعیین این که سهام کدام شرکت ها دارای پتانسیل بیشتری برای نقد شدن می باشد، برای سرمایه گذاران مهم می باشد. در عین حال بسیاری از شرکت های سرمایه گذاری در بازار وجود دارند که از روی اجبار اقدام به اتخاذ استراتژی مدیریت پرتفوی غیرفعال نموده اند، دلیل این امر می تواند عدم نقدشوندگی بخشی از پرتفوی شرکت باشد. عدم نقدشوندگی بخشی از پرتفوی از انعطاف پذیری مدیریت پرتفوی کاسته و منجر به محدودیت در مدیریت بهینه پرتفوی می شود و این می تواند در استقبال سرمایه گذاران از این سهم در بازار سرمایه و نهایتاً نقدشوندگی سهام شرکت موثر باشد. در واقع، نقدشوندگی شرکت در ادبیات مالی به دو مفهوم است؛ نقدشوندگی دارایی های واقعی آن و بازدهی یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. با توجه به مباحث فوق، هدف از انجام این پژوهش بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام با بازدهی سهام شرکت های فعال در بازار بورس تهران بود. نقدشوندگی پایین دارایی ها، توان شرکت را جهت مقابله با بحران های مالی کاهش می دهد. لذا این نیاز می تواند تاثیرات بااهمیتی بر شرکت به جای بگذارد. نقدشوندگی دارایی، در علم اقتصاد یا سرمایه گذاری به توانایی تبدیل به وجه نقد نمودن یک دارایی اطلاق می شود (فنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

دارایی که از قدرت نقدینگی بالایی برخوردار است، یعنی به آسانی می توان آن را در بازار فعال، معامله کرد و بر اساس قیمت های رایج، آن را به پول نقد تبدیل نمود. ریسک نقدشوندگی، در علوم مالی ریسک نقدشوندگی را نمی توان همانند ریسک مالی یا ریسک تجاری محاسبه کرد. اصولاً سرمایه گذاران، نقدشوندگی را از این دیدگاه مورد توجه قرار می دهند، که بتوانند یک دارایی را سریعاً بخرند یا بفروشند، بدون آن که قیمت آن دست خوش تغییرات شدید شود و از همین دیدگاه است که می گویند دارایی مذکور دارای قدرت نقدشوندگی بالایی است. هر قدر خرید و فروش یک دارایی سریع تر انجام شود، ریسک نقدشوندگی کمتر می شود (فنگ و همکاران، ۲۰۱۶). رضایی و علی احمدی (۱۳۹۴) به این نتیجه رسیدند که ریسک نقدشوندگی سهام را می توان یکی از عوامل دخیل در تعیین بازده مورد انتظار سرمایه گذاران دانست و بین نقدشوندگی دارایی ها و سهام رابطه معنی دار و مستقیم وجود دارد. همچنین نتایج نشان می دهد که در شرکت هایی با محدودیت تأمین مالی بیشتر، رابطه نقدشوندگی دارایی با نقدشوندگی سهام بیشتر است. فیروزی و همکاران (۱۳۹۱) نشان دادند بین نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود دارد. این رابطه به انتظارات بازار در ارتباط با توسعه دارایی های نقدشونده واحدهای تجاری بستگی دارد. بنابراین، فرضیه های این تحقیق، نقدشوندگی سهام را به آن دسته عمل کردهای مدیریتی که نقدشوندگی دارایی های واحدهای تجاری را تغییر می دهد از قبیل سرمایه گذاری، تأمین مالی و پرداخت سود سهام پیوند می دهد. طبق پیش بینی، نتیجه نیز حاکی از آن است که بعد از کنترل عوامل ثابت واحد تجاری، افزایش در نقدشوندگی دارایی ه، نقدشوندگی سهام را نیز افزایش می دهد. این رابطه، زمانی که احتمال کمتری برای تبدیل دارایی های نقدشونده به دارایی های غیرقابل نقد توسط مدیریت وجود دارد. برای مثال، نسبت پایین ارزش بازار به ارزش دفتری در طول رگرسیون های اقتصادی و زمانی که سود سهام پرداختنی مورد انتظار بیشتر است، قوی تر خواهد بود.

یافته های تحقیق مسجد موسوی (۱۳۸۹) حاکی از آن بود که بین نقد شونگی دارایی ها و نقد شونگی سهام، رابطه معنا چارن ونگ و همکاران (۲۰۱۷) در حمایت از فرضیه عدم اطمینان ارزیابی، نتیجه گرفتند شرکت هایی با نقدینگی بیشتر دارایی به طور متوسط دارایی نقدینگی سهام بالاتری دارند. نقدینگی دارایی نقش مهمی در حل عدم قطعیت ارزیابی در کشورهای دارای محیط ضعیف اطلاعات دارد. رابطه بین نقدینگی دارایی سهام در کشورهای با استانداردهای ضعیف حسابداری قوی تر است. شواهدی پیدا شد که محیط اطلاعات بهبود یافته حسابداری منجر به ضعف نسبت به نقدینگی سهام دارایی

ضعیف تر می شود. در نهایت، مطالعه آن ها نشان داد رابطه نقدینگی سهام دارایی مثبت به دلایل شفافیت و یا نقدینگی مربوط می شود (گاداتیپیم و همکاران ۲۰۱۶).

عدم اطمینان در مورد استفاده از نقدشوندگی دارایی در شرکت های غنی از پول نقد منجر به عدم اطمینان بیشتر در مورد جریان های نقدی شرکت و از این رو، نقدینگی سهام پایین تر می شود. یافته های این تحقیق نشان داد با افزایش مالکیت نقدینگی دارایی ها به صورت نقدینگی سهام منفی می شود. یافته های رادهاکریشن و همکاران (۲۰۱۲) نشان داد افزایش نقدینگی دارایی، بیشتر برای شرکت هایی است که کمتر سرمایه گذاری مازاد خود را سرمایه گذاری می کنند. به لحاظ تجربی، بین نقدینگی دارایی و نقدینگی سهام رابطه مثبت و اقتصادی زیادی به دست آمد. مطابق با مدل تحقیقاتی آنها، این رابطه بیشتر برای شرکت هایی است که کمتر احتمال دارد که دارایی های خود را دوباره سرمایه گذاری کنند. نتایج تحقیقات لام و تام (۲۰۱۱) حاکی از آن بود که نقدشوندگی سهام می تواند به عنوان عاملی دیگر به مدل های نقدینگی دارایی و قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در نظر گرفته شود و بهترین مدل برای ارزیابی صرف ریسک مرتبط با بازده سهام، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی است (آنجینر و دنیز، ۲۰۱۰) مشاهده کردند رابطه معنی داری بین دوره های نگهداری و هزینه های معاملاتی وجود دارد. این رابطه برای سرمایه گذاران خبره قوی تر بود. سرمایه گذارانی که دوره نگهداری بیشتر دارند، بعد از تنزیل هزینه های معاملاتی بازده بیشتری به دست می آورند. همچنین بین تقاضای سرمایه گذاران برای نقدشوندگی دارایی ها همبستگی وجود داشت. تقاضا برای نقد شونگی در طول دوره نقد شونگی پایین بازار افزایش می یافت. سرمایه گذارانی با درآمد و ثروت بالا در سهامی سرمایه گذاری می کردند که در هنگام پایین بودن نقد شونگی بازار، دارای نقد شونگی کافی باشند. ولی تحقیقات بعدی سودمندی مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را در توضیح بازده های مقطعی مورد تردید قرار دادند. به دلیل اینکه بازده های مورد انتظار استراتژی های سرمایه گذاری مبتنی بر خصیصه های شرکت، توسط بتای توضیح داده نمی شود.

میزان نقدشوندگی در یک بورس نشان دهنده موفقیت آن بازار در شفاف سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنها است. صندوق های سرمایه گذاری مشترک که از آغاز به کار آنها در بازار سرمایه کشور، بیش از ۲ سال نمی گذرد، دارای ویژگی های منحصر به فردی هستند که پس از تصویب قانون مالیاتی مربوطه، تبعاً بخش عمده ای از بازار اوراق بهادار را به خود نسبت خواهند داد. این صندوق ها ابزاری بسیار ساده و امن برای سرمایه گذاری فردی است. پیش بینی میزان نقدشوندگی یک سهم با استفاده از اطلاعات مربوط به میزان نقدشوندگی ماه های قبل آن بسیار مفید خواهد بود. مسأله نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران که به دلیل فقدان ساز و کارهای فراهم آورنده نقدشوندگی، در ردیف بورس های غیر نقد جهان قرار می گیرد، یکی از دغدغه های اصلی سرمایه گذاران است (سعیدی و دادار، ۱۳۸۹).

نقدشوندگی سهام در بازارهای مالی را می توان قابلیت جذب روان سفارش های خرید و فروش تعریف نمود. توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تاثیر قیمتی کم را نقدشوندگی سهام اعلام می کنند. تاثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فروش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. نقدشوندگی سهام را می توان یکی از عوامل دخیل در تعیین بازده مورد انتظار سرمایه گذاران دانست. تعیین معیاری بر اساس خصوصیات خود شرکت که بتواند به تعیین میزان نقدشوندگی سهام کمک کند، می تواند به تصمیم گیری مناسب سرمایه گذاران و تعیین قیمت سهام منتهی شود (محبی، ۱۳۹۶).

ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم های اصلی قیمت سهام است که حداکثر سازی ثروت سهامداران به آن وابسته است، افزایش در نقدشوندگی سهام به طور مثبت با افزایش سرمایه گذاری در بازار همراه است، چرا که دارایی های مالی شرکت ها هنگامی که نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد، در یک نرخ هزینه سرمایه پائین تری تنزیل می شوند. از مهم ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای سرمایه، نقد شونگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند.

سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقد شونگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن

محسوب می شود که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند. بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشات گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه های اصلی سرمایه گذاران می باشد. آمیهود و مندلسون (۱۹۸۸) استدلال می کنند که افزایش در نقدشوندگی سهام به طور مثبت با افزایش سرمایه گذاری در بازار همراه است، چرا که دارایی های مالی شرکت ها هنگامی که نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد، در یک نرخ هزینه سرمایه پائین تری تنزیل می شوند. بیکر (۱۹۹۶) به بررسی ارتباط بین نقد شونددگی سهام قیمت سهام در محیط پرداخت. او نشان داد که افزایش در نقدشوندگی سهام و کاهش در هزینه سرمایه به عنوان نتیجه تعدیل شاخص منجر به افزایش در فرصت های سرمایه گذاری می شود. یافته های تجربی او نشان می دهد که افزایش نقدشوندگی منجر به پیش بینی بهتر ارزش فعلی خالص پروژه های سرمایه گذاری و فرصت های سرمایه گذاری می شود (کازمی و حیدری، ۱۳۹۱).

## منابع:

- [۱] احمدپور، احمد، باغبان، محسن (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴، ص ۶۱-۷۷.
- [۲] آداک، رضا. (۱۳۹۴). بررسی اثر نقدشوندگی دارایی ها و سهام بر تصمیمات ساختار سرمایه مورد بررسی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی-گرایش مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واجد رشت.
- [۳] اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ فرد، علیرضا (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، ص ۳-۱۶.
- [۴] باقری، بابک (۱۳۸۶). بررسی ارتباط بین نقد شوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه دانشگاه شهید بهشتی.
- [۵] حسینی، سید علی. کرمی، غلامرضا. شفیع پور، سید مجتبی (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت ها و نقد شوندگی بازار سهام. فصلنامه بورس و اوراق بهادار تهران. سال سوم. شماره ۱۱. ص ۴۲ تا ۵۲.
- [۶] خسروی، مریم. (۱۳۹۱)، اصول طرح تحقیق و روش شناسی، وزارت علوم و تحقیقات فناوری، پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران.
- [۷] دستگیر، محسن، شریفی مبارکه، رسول (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین جریان نقدی آزاد و جریان نقدی عملیاتی با بازده سهام. حسابرس، ۲(۵۲)، ۱-۵.
- [۸] راعی، رضا؛ بزرگی، مهدی؛ نمکی، علی و سنگیان، علی (۱۳۹۲). آرایه معیارهایی برای محاسبه نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تئوری ماتریس های تصادفی، فصل نامه علمی پژوهشی بورس اوراق بهادار، شماره ۱۰.
- [۹] رضایی، نیلوفر و سعید علی احمدی (۱۳۹۴). تأثیر محدودیت تأمین مالی بر نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی سهام، همایش ملی نوآوری مالی و توسعه مالی، بابل، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل.
- [۱۰] سرکانیان، جواد؛ راعی، رضا و فلاح پور، سعید (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۱.
- [۱۱] فرتوک زاده، حمیدرضا؛ محبعلی، ساره؛ دولو، مریم (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی در بورس کالای ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۵۹.
- [۱۲] فیروزی، منیژه؛ همتی، حسن و قدرتی، حسن (۱۳۹۱). ارزیابی رابطه بین نقدشوندگی دارایی ها و نقدشوندگی سهام، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال سوم، شماره ۱.
- [۱۳] فروغی، داریوش و سحر قجاوند (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". مطالعات حسابداری و حسابرسی، (۳).
- [۱۴] قالی باف اصل، حسن و پورفرد، شهره (۱۳۹۵). قیمت گذاری ریسک نقدشوندگی در بازار بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱۶.
- [۱۵] قائمی محمد حسین، رحیم پور محمد (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴.
- [۱۶] کاظمی، حسین و حیدری، عباس (۱۳۹۱). رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری، فصلنامه علمی پژوهشی دانشنامه مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۶.
- [۱۷] کردستانی، غلامرضا و علوی، سید مصطفی (۱۳۹۰). "بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی" فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۲۱، صص ۳۴-۱۶.

- [۱۸] کمال پور، ماریه. (۱۳۹۷). رابطه بین نقد شوندگی سهام و دارای وشفافیت مالی. فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱۶.
- [۱۹] محبی، علی. (۱۳۹۶). آرایه رتبه بندی نقدشوندگی دارایی و توسعه کیفیت گزارشگری، فصل نامه علمی پژوهشی بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵.
- [۲۰] مختارپور، رضا و حیدری، غلامرضا (۱۳۹۶). روش شناسی پژوهش در علم اطلاعات و دانش شناسی، مطالعات ملی و کتابداری، دوره بیست و هشتم، شماره ۲.
- [۲۱] مسجدموسوی، سجاد (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین نقد شوندگی دارایی ها و نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی تهران.
- [۲۲] مهربانی، ساسان. رسائیان، امیر (۱۳۸۸). نقد شوندگی سهام و نقد شوندگی دارایی ها. حسابرس. شماره ۴۶. ص ۵۶-۵۲.
- [۲۳] هاشمی، سید عباس، قجاوند، زیبا، قجاوند، سحر (۱۳۹۲). بررسی تاثیر سطوح مختلف معیارهای نقدشوندگی بر صرف بازده سهام با استفاده از مدل فاما و فرنچ، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره دوم، شماره پیاپی (۲)، صص ۶۹-۸۶.
- [۲۴] یحیی زاده فر، محمود، خرمدین، جواد (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقد شوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۱-۱۱۸.

- [25] Acharya V. and L. Pedersen (2015), " Asset Pricing with Liquidity Risk", Journal of Finance, NO. 77, pp. 375-410.
- [26] Acker, D., Stalker, M. & Tonks, I. (2002), "Daily closing inside spreads and trading volumes around earnings announcements", Journal of Business Finance & Accounting 29,1149-1179.
- [27] Amihud, Y.; Mendelson, H. and R. Wood (2010), "Liquidity and the 1987 stock market crash", Journal of Portfolio Management, pp. 65-69.
- [28] Anginer, Deniz (2010). Liquidity Clienteles: Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors. World Bank Research Group.
- [29] Armstrong, C., J, Core, D., Tayor .and R, Verrecchia. (2011). "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?" Journal of Accounting Research "49(1) , pp.1-40.
- [30] Baker, H. K. (1996), "Trading location and liquidity: An analysis of U.S. dealer and agency markets for comon stocks", Financial Markets, Institutions & Instruments 5(4), 1-51.
- [31] Bollen.N .T Smith. and Whaley. (2004). "Modelling the Bid- Ask Spread. Measuring the Inventory-Hujdiny Premium."Journal of Premium."Journal of Financial Economics, 27, pp.97-141.
- [32] Boudt, Kris & Mikael Petitjean. 2014. Intraday liquidity dynamics and news releases around price jumps: Evidence from the DJIA stocks. Journal of Financial Markets, Volume 17, January 2014, Pages 121-149.
- [33] Can, R., (2017), "Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market", doctoral disertation, Vol. 41, No. 5, Apr. 2017, pp. 211-232
- [34] Cati, J., Jacob, J., & Chena, K. (2015). The use of accounting flexibility to reduce labor renegotiation costs and manage earnings.Journal of Accounting and Economics, 30: 187-208.
- [35] Charoenwong .Charlie , Soon Chong. Beng and Chiang Yang , (2017). Asset Liquidity and Stock Liquidity: International Evidence. Journal of Business Finance & Accounting. Volume41, Issue3-4.

- [36] Chiang, T. C. & Zheng, D. 2015. Liquidity and stock returns: Evidence from international markets, *Global Finance Journal* (2015), doi: 10. 1016/j. gfj. 2015. 04. 005
- [37] Chordia, T.; Roll, R. and A. Subrahmanyam (2000). "Commonality in liquidity", *Journal of Financial Economics*, No. 56 , pp. 3–28.
- [38] Dalvi, M. R., & Baghi, E. (2014). Evaluate the Relationship between Company Performance and Stock Market Liquidity. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4 (1), 136-144.
- [39] Deeng, K, & Omer, T. (2013). The cost of independence. Evidence from firms' decisions to dismiss auditors as tax-service providers. Working paper, University of Arizona and Texas A&M University.
- [40] Donadelli, Michael, Lorenzo Proserpi. 2012. On the role of liquidity in emerging markets stock prices. *Research in Economics* 66 (2012) 320–348
- [41] Estarda, J. & Seppi, D. J. (2017), "Common factors in prices, order flows and liquidity", *Journal of Financial Economics* 59, 383-411.
- [42] Fama, E. F., & French, K. R. (2011). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47 (2): 427-465.
- [43] Fama, E. and K, French. (1993). "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks" *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 3-56.
- [44] Fariz Huseynov, Bonnie K. Klamm.(2017). Tax avoidance, tax management and corporate social responsibility, *Journal of Corporate Finance*. 18 : 804–827.
- [45] Feng, Shih-Ping, Mao-Wei Hung, Yaw-Huei Wang. 2016. The importance of stock liquidity on option pricing. *International Review of Economics & Finance*, Volume 43, May 2016, Pages 457-467.
- [46] Foran, J., Hutchinson, M. C., & O'Sullivan, N. (2016). The asset pricing effects of UK market liquidity shocks: Evidence from tick data. *International Review of Financial Analysis*, 32, 85-94.
- [47] Gadateim R, (2016), "Earnings management in an overlapping generations model" *Journal of Accounting Research* 26: 195-235.
- [48] Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Asset Liquidity and Stock Liquidity. Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, 18. Mikhail (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity.
- [49] Hashemi, A., Ghojavand, Z., & Ghojavand. S. (2013). Effect of different levels of liquidity measures on the premium stock returns using the four-factor model of Fama and French. *Asset Management & Financing*. 1(2): 69-86. (in Persian).
- [50] Hoi, C. K., & Wu, Q. H. (2013). Is Corporate Social Responsibility (CSR) Associated with Tax Avoidance? Evidence from Irresponsible CSR Activities.
- [51] Holme, L., Watts, P., 2006. Human Rights and Corporate Social Responsibility. World Business Council for Sustainable Development, Geneva.
- [52] Jin, G. K., & Drozdenko, R. G. (2010). relationships among perceived organizational core values, corporate social responsibility, ethics, and organizational performance outcomes: An empirical study of information technology professionals. *Journal of Business Ethics*, 92:341-359.
- [53] Justin. C. S.P. , D Hong , M. G. Subrahmanyam , (2007) , "A tale of two prices: Liquidity and Asset Prices in Multiple Markets" *Journal of Banking & Finance* , Vol. 32 , PP. 947-960.
- [54] Lam, K.S.K., Tam, L.H.K (2011)" Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market" *Journal of Banking & Finance*, No 35, pp 2217–2230.