

بررسی اثر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران

حسین فخاری - عضو هیئت علمی دانشگاه مازندران

ابراهیم بذرافشان - کارشناس ارشد حسابداری

چکیده:

نقدشوندگی از طریق مبادلات سهام، هزینه معاملات سرمایه ای را کمتر کرده و شکاف پیشنهاد قیمتی خریدار و فروشنده را باریکتر می نماید علیرغم وجود این رابطه، محققین بر جهت تاثیر نقدشوندگی و عوامل مربوط به آن بر عملکرد بلندمدت شرکت ابهام دارند این تحقیق درصداست تا با تست تجربی میزان اثرگذاری نقدشوندگی بر عملکرد شرکت، درستی تئوریهای موجود را در بازار نوظهور ایران بررسی و ارزیابی نماید. برای این منظور تعداد ۱۱۲ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران برای مطالعات مقطعی در سال ۱۳۸۶ انتخاب شدند. یافته های تحقیق نشان داد که ارتباط معنی دار مثبتی بین میزان نقدشوندگی سهام و عملکرد بلندمدت شرکت ها وجود دارد. این مطالعه می تواند برای سرمایه گذاران و سیاست گذاران بورس و حسابداری از جهت ارائه معیاری مناسب برای ارزیابی عملکرد شرکت مفید باشد و همچنین می تواند منجر به بسط الزامات افشاء اطلاعات توسط شرکت های بورس شود.

کلید واژه

نقدشوندگی، شکاف پیشنهاد قیمتی بین خرید و فروش، عملکرد شرکت، ارزش شرکت

مقدمه

در مطالعات انجام شده از نقدشوندگی، محققین تعداد زیادی از ویژگی های نقدشوندگی را برمی شمارند [۷۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۸،۱۹،۲۰،۲۱،۲۲،۲۴،۲۷،۲۸،۲۹،۳۰،۳۵] که

مهمترین این ویژگی، کم بودن هزینه معاملات این نوع سهام می باشد. در این رابطه آمیهاد و مندلسون [۹]، [۱۲] بیان داشتند که تمامی هزینه های مبادله سهام که توسط خریدار و فروشنده پرداخت می شود جزء هزینه نقدشوندگی است که در نبود نقدشوندگی کامل رخ می دهد. بعلاوه ویژگی نقدشوندگی در سهام موجب می شود مظنه قیمتی برای پیشنهاد خرید و فروش به یکدیگر نزدیک شده و خریدار و فروشنده تلاش کمتری برای رسیدن به توافق برای انجام معامله، لازم داشته باشند [۱۰]

ماگ در تحقیق تجربی خود در سال (۱۹۹۸) نشان داد که ویژگی نقدشوندگی در سهام، امکان فروش راتسهیل نموده و خرید سهام، با مشکل کمتری روبرو است در عین حال هزینه نگهداری این نوع سهام، بسیار پائین می باشد [۲۹]، رز و همکاران [۳۳] معتقدند که نقدشوندگی بالا منجر به کاهش هزینه ای سرمایه ای شده و می تواند افزایش در سود عملیاتی را به همراه داشته باشد.

علیرغم چنین ویژگیهای، محققین در مورد جهت اثرگذاری نقدشوندگی بر عملکرد شرکت دچار شک و ابهام بوده و تئوری های مختلف و متضادی ارائه می دهند که می توان این تحقیقات انجام شده را در دو جریان پژوهشی رقیب تقسیم بندی نمود. جریان پژوهشی اول مربوط به تاثیر مثبت نقدشوندگی بر عملکرد شرکت می باشد. [۷ و ۹ و ۱۰ و ۱۱ و ۱۲ و ۱۳ و ۱۹ و ۲۰ و ۲۲ و ۲۴ و ۲۷ و ۲۸ و ۲۹ و ۳۰ و ۳۵]

و جریان پژوهشی دیگر این ادعا را نقض کرده و بر ارتباط منفی بین دو متغیر نقدشوندگی و عملکرد تاکید می نماید. [۱۴]، [۱۸]، [۲۱]، [۲۹]

محققین در جریان پژوهشی اول علاوه بر اثر نقدشوندگی در کاهش هزینه معاملات و افزایش سود عملیاتی نشان دادند که نقدشوندگی بیشتر منجر به اجرای حاکمیت شرکتی بهتر طرحهای پاداش مناسب تر و تصمیمات سرمایه گذاری کاراتر می شود به طوری که در نقدشوندگی بالا به علت معیار مناسب برای ارزیابی مدیران و تعیین کاراءتر حق پاداش

مدیران ، حاکمیت شرکتي مطلوب ايجاد شده در نتيجه سوء مدیریت ها کاهش خواهد يافت. [۲۴]، [۱۹]، [۷]، [۳۰]

ماگك [۲۹] معتقد است ، در حاکمیت شرکتي مطلوب که توسط نقدشوندي بالای سهام فراهم می آيد، سهامداران جزء به راحتی به سهامداران عمده تبديل می شوند. علاوه بر آن باکر و ستين [۱۳] در تحقيقات خود به اين نتيجه رسيدند که در دوره های که سهام شرکت از نقد شوندي بالای برخوردار بوده شرکت توانسته سرمايه بیشتری را از طريق فروش سهام جمع آوری نماید.

از سوی ديگر در جريان پژوهشی رقيب محققين چون کوفي [۱۸] بهاد [۱۴] و ماگك [۲۹] نشان دادند که در نقدشوندي بالا و هزينه معاملات کم، سهامداران عمده ناراضی از عملکرد ، با سهولت بیشتری از شرکت خارج شده، و در نتيجه برای نظارت بیشتر بر رفتار مدیران تلاش کمتری می نمایند. که اين وضعیت سبب می شود تا ميزان حاکمیت شرکتي کاهش يافته و اثر منفي بر عملکرد شرکت داشته باشد.

علاوه بر اين گولدستين و گامبل [۲۱] معتقدند بورس بازان و دلالان برای خريد و فروش کوتاه مدت، از سهام با نقدشوندي بالا استفاده می نمایند که اين امر منجر به بازدهی کمتر برای سرمايه گذاری ها شده و می تواند تاثير منفي بر عملکرد شرکت داشته باشد.

به منظور آگاهی از ارتباط بين رفتار نقد شوندي سهام و عملکرد شرکت ها در بازار نو ظهور ايران اين تحقيق درصدد است تا با تست تجربي و باز آزموني مدلهاي بکار رفته قبلي، ارتباط بين نقدشوندي و عملکرد شرکت، و همچنين جهت و ميزان تاثير نقدشوندي بر عملکرد شرکت های پذيرفته شده در بازار سهام ايران را مورد سنجش قرار دهد. يافته های اين تحقيق علاوه بر پرکردن خلاء تحقيقاتی در اين زمينه می تواند برای سرمايه گذاران و سياست گذاران بورس و حسابداری از جهت ارائه معياری مناسب برای ارزيابی عملکرد شرکت مفيد باشد و همچنين می تواند منجر به بسط الزامات افشاء اطلاعات توسط شرکت های بورس شود. براین مبنا، در ادامه مبانی نظری و پيشينه تحقيق

مورد بررسی قرار گرفته و سپس با طرح فرضیه به آزمون آن خواهیم پرداخت و در نهایت با تجزیه و تحلیل اطلاعات، یافته های تحقیق ارائه می گردد.

۲-پیشینه تحقیق

در اینجا با توجه به نو بودن این موضوع در پژوهش های داخلی تنها به ذکر پژوهشهای تجربی مهم خارجی که رابطه بین نقدشوندگی و ارزش و عملکرد شرکت را بررسی کرده اند می پردازیم .

آمیهاد و مندلسون [۱۲] برای بررسی تجربی اثر نقدشوندگی بر قیمت سهام همه شرکت های عضو بازار نیز و آمکس را به مدت ۲۱ سال (۱۹۶۰-۱۹۸۰) آزمون نمودند در ابتداء این شرکتها در ۷ طبقه بر مبنای میزان نقدشوندگی که از طریق شکاف پیشنهاد قیمتی عرضه و تقاضا سنجیده شده است تفکیک شده و در ادامه هر کدام از این طبقات بر مبنای ریسک بتا (CAPM) که با توجه به اندازه شرکت تعدیل شده بودند به هفت زیر شاخه (پرتفلیو) تقسیم شده اند این محققین به این نتیجه رسیدند که بین میانگین بازده پرتفلیو با شکاف پیشنهاد قیمتی عرضه و تقاضا رابطه ای مستقیم وجود دارد آنها با اندازه گیری متغیرها متوجه شدند نوع این ارتباط به گونه ای معقر است یعنی با افزایش شکاف پیشنهاد قیمتی سهام از یک در صد به دو درصد، میزان بازده از ۱۵٪ به ۱/۸ تغییر یافته است ولی با افزایش تغییر شکاف قیمتی از ۲٪ به ۳٪ میزان بازده تنها یک در صد رشد یافته است.

چانگ [۱۶] در تحقیقی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی به صورتی تجربی رابطه حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی را بررسی نموده است در مطالعات خود نشان داد همبستگی بالای مثبتی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در همه زمانها برقرار است

اگروال و همکاران [۸] معتقدند در شرایط بد مالی معامله کنندگان با احتیاط بیشتری در مبادلات سهام شرکت می نمایند در نتیجه سرمایه گذاران غیر آگاه از معاملات این نوع

سهام خارج شده و سرمایه گذاران آگاه در بازار خواهند ماند. و بازارگردانان در واکنش نسبت به سرمایه گذاران آگاه که بطور بالقوه دارای اطلاعات پنهانی هستند، ریسک بالاتری را متحمل می شوند بنابراین بازارگردان ها نسبت به زیان احتمالی، شکاف پیشنهاد قیمتی عرضه و تقاضا را افزایش خواهند داد که منجر به کاهش نقدشوندگی و کاهش بیشتر سرمایه سهامداران می شود.

فانگ و همکاران در سال [۲۰] به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و ارزش شرکت در ۲۶۴۲ شرکت عضو بازار آمکس، نیز و نزدیک به مدت ۶ سال پرداختند. آنها این ارتباط را با اثر نقدشوندگی، بر نسبت قیمت به سود، معکوس اهرم مالی و بازده عملیاتی تشریح کردند. آنها بر مبنای تئوری نمایندگی معتقدند نقدشوندگی معیاری مطلوب برای سنجش کارایی فعالیت مدیران فراهم آورده و سبب تعیین صحیح پاداش مدیران می شود. آنها همچنین بیان می دارند که نقدشوندگی سهام به دلیل هزینه معاملاتی کمتر سرمایه گذاران آگاه بیشتری را به معاملات جذب می کند و در نهایت سبب می شود تا قیمت سهام به ارزش ذاتی نزدیکتر شده و سرمایه گذاران غیر آگاه بیشتری به معاملات وارد شوند که این امر منجر به حاکمیت شرکتی بهتر و در نتیجه ارزش بیشتر شرکت می شود. بطور کلی نتایج تحقیق آنها نشان داد بین نقدشوندگی سهام با نسبت سود عملیاتی بر دارایی و میزان حقوق صاحبان سهام در شرکتهای با سطح نقدشوندگی بالاتر رابطه مثبت وجود دارد ولی ارتباط بین نقدشوندگی و نسبت قیمت بر سود عملیاتی با سطوح نقدشوندگی متفاوت دارای تفاوت معنی داری نیست.

آمیهاد و مندلسون [۱۰] در تحقیقی به بررسی اثر نقدشوندگی در کاهش هزینه سرمایه پرداختند آنها با بررسی استراتژی شرکت های گوناگون متوجه شدند که سیاست غالب شرکت ها حفظ نقدشوندگی است نه رشد نقدشوندگی. آنها این سیاست را برای شرکتهای با نقدشوندگی بالا مطلوب دانستند ولی به شرکت های دیگر پیشنهاد دادند که از اینترنت، تحلیلگران مالی و بازارهای معاملاتی بهتر و افزایش انتشار اطلاعات داوطلبانه جهت افزایش

نقدشوندگی استفاده نمایند چرا که افزایش نقدشوندگی سبب کاهش هزینه سرمایه شده و کاهش هزینه سرمایه منجر به افزایش ارزش سهام می شود.

۳- فرضیات و روش پژوهش

این تحقیق در صدد است با توجه به چارچوب تئوری نمایندگی ارائه شده در ادبیات تحقیق و همچنین مدل‌های بکار گرفته شده در کشورهای دیگر به باز آزمون این تئوریها و مدلها در بازار نو ظهور سرمایه ایران بپردازد. برای این امر فرضیه زیر ارائه می گردد:

”بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد”

۳-۱- مدل تحقیق

جهت آزمون فرضیه فوق از مدل فانگ و همکاران [۲۰] که با توجه به شرایط ایران تعدیل شده، استفاده شده است که در زیر تشریح می شود:

$$\text{Firm performance} = C_0 + C_1 \text{ Liquidity} + C_2 \text{ Leverage} + C_3 \text{ Firm Size} + C_4 \text{ Age Firm} + C_5 \text{ Dummy_the best Firm} + \epsilon$$

- Firm performance: عملکرد شرکت که با Tobin(q) اندازه گیری می شود
- Liquidity: نقدشوندگی که با شکاف پیشنهاد قیمتی عرضه و تقاضا نسبی سنجیده می شود
- Leverage: اهرم مالی
- Firm Size: اندازه شرکت که با میزان فروش شرکت سنجیده می شود
- Age Firm: عمر شرکت
- Dummy _the best Firm: متغیر ساختگی ۵۰ شرکت برتر ایران

- $\hat{\epsilon}$: ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می باشد، از توزیع نرمال برخوردار بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی می باشد

۳-۱-۱- متغیر مستقل

برای سنجش عملکرد شرکت از Tobin Q استفاده شده است که به اعتقاد محققان زیادی به عنوان بهترین معیار برای سنجش عملکرد و ارزش شرکت می باشد، [۲۰]، [۲۲]، [۲۶] کیو توین به صورت زیر محاسبه می شود.

$$Q \text{ Tobin} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{مجموع دارایی شرکت به ارزش دفتری}}$$

۳-۱-۲- متغیر وابسته:

برای محاسبه نقدشوندگی از شاخص شکاف پیشنهاد قیمتی بین خرید و فروش سهام استفاده شده که دارای کیفیت بالای برای سنجش نقدشوندگی می باشد، [۲۳]، [۲۰]، [۱۲] اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در تحقیقات مختلف به صورت مطلق و یا به صورت نسبی مورد استفاده قرار گرفته است اختلاف بین خرید و فروش مطلق یا واقعی سهام عبارتند از اختلاف قیمت پیشنهادی فروش به قیمت پیشنهادی خرید سهام می باشد. اما اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در تحقیق حاضر و تحقیقات مختلفی چون امیهاد و مندلسون [۱۲]، هاسبروک [۲۳]، فانگ و همکاران [۲۰]، ریان، [۳۱]، بون، [۱۵]، رسائیان [۱]، رضازاده و آزاد [۳] و فخاری و فلاح محمدی [۴] به کار گرفته شده است، به صورت زیر محاسبه می شود

$$\text{SPREAD}_{it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} \times 100$$

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت آدر دوره t

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت آدر دوره t.

این مدل برای اولین بار توسط چیانگ و وینکاتش در سال ۱۹۸۶ برای تعیین نقدشوندگی سهام مورد استفاده قرار گرفته است و می توانیم آن را میزان تخفیف لازم در قیمت به منظور کسب سرعت در انجام معامله تعریف نماییم. مزیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی که توسط استل [۳۴] به کار گرفته شده نسبت به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق، این است که می توان داده های مقطعی را با دقت بیشتری تجزیه و تحلیل نماییم. [۱۵] از جمله نوآوری تحقیق مذکور محاسبه لحظه ای اختلاف پیشنهاد قیمتی خرید و فروش برای هر معامله در هر روز معاملاتی سهام است که منجر به محاسبه شکاف قیمتی دقیق تر شده است.

۳-۱-۳- متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترلی با توجه به مدل فانگ و همکاران، [۲۰] و مرور متون دیگر که با شرایط ایران سازگار باشد تعیین گردید. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از:

۱) ساختار بدهی یا اهرم مالی: با نسبت کل بدهی به ارزش دفتری کل دارایی اندازه گیری می شود هدف از این کار کنترل تاثیر پوشش بدهی بر عملکرد شرکت می باشد. [۶]

۲) اندازه شرکت: بسیاری از تحقیقات تجربی، ثابت کرده است که بازده سهام شرکتهای کوچک از بازده سهام شرکتهای بزرگ، بیشتر است. هر قدر، شرکتی کوچک تر باشد، میزان ریسک سهام آن بیشتر شده و از این رو بازده مورد انتظار سرمایه گذار افزایش می یابد. [۲]، [۶] بدین ترتیب انتظار می رود بین عملکرد شرکت و اندازه شرکت رابطه معنی داری وجود داشته باشد. در این تحقیق اندازه شرکت از طریق میزان فروش محاسبه می

شود. دلیل انتخاب فروش به عنوان بدیلی برای اندازه به خاطر ارتباط آن با عملکرد بوده است.

۳) عمر شرکت: این متغیر نشان دهنده فرصت های رشد پیشرو برای شرکت است به عقیده [۲۰]، [۲۲] کتتهای جوانتر به دلیل فرصت رشد بیشتر از عملکرد بهتری برخوردارند.

۴) ۵۰ شرکت برتر ایران: یک متغیر ساختگی برای بررسی اثر شرکت های برتر در عملکرد شرکت می باشد در این تحقیق شرکت های نمونه در حالت شامل بودن در دامنه، عدد ۱ در غیر این صورت عدد ۰ تعلق می گیرد. (۵۰ شرکت برتر ایران بر اساس میزان حجم فروش و افزایش سالانه آن، کسب سود و میزان رشد آن، توسط سازمان مدیریت صنعتی ایران انتخاب می شود). دلیل گنجاندن این متغیر اثری است که شاخص عملکرد این گروه از شرکت ها بر دیگر شرکت های گروه دارند.

۳-۲- روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی به شمار می آید که مبتنی بر تحلیل رگرسیون زمانی مقطعی می باشد که از برآورد رگرسیون ساده چند متغیره با روش حداقل مربعات معمولی^۱ استفاده شده است. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده اند:

- سهام این شرکتها در سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار معامله شده باشند
- شرکتها نباید در طی دوره تحقیق توقف فعالیت داشته باشند
- شرکتهای مورد نظر از ابتداء تا انتهای تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند

^۱ Ordinary Least Squares

- اطلاعات مربوط به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و دیگر متغیرها برای شرکت قابل جمع آوری باشد
- تعداد دفعات معاملات شرکت نباید از ۵۰ مرتبه در سال کمتر باشد

با اعمال تمام محدودیت‌های فوق، حجم نمونه بالغ بر ۱۱۲ شرکت گردید و داده‌های این تحقیق از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی سالانه شرکت و بانک‌های داده‌ای تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شده است.

۴- یافته‌های تحقیق:

در این تحقیق از رگرسیون حداقل مربعات معمولی OLS استفاده شده است برای اجرای این آزمون وجود چند پیش فرض لازم و ضروری می‌باشد تا برآورد صحیحی از رگرسیون انجام شده، حاصل آید بنابراین قبل از انجام برآورد پیش فرض‌ها را تست نموده و بعد به اجرای رگرسیون می‌پردازیم.

۴-۱- پیش فرض‌های لازم برای اجرای رگرسیون OLS

با انجام تست فرض میانگین صفر^۲ پیش فرض لازم مربوط به صفر بودن میانگین اجزای باقیمانده انجام می‌گیرد که با توجه به آماره آزمون فرض H_0 مبنی بر صفر بودن میانگین اجزای آزمون پذیرفته می‌شود. و همچنین برای تست همسانی واریانس از آزمون وایت^۳ استفاده نموده ایم که با توجه به آماره احتمال این آزمون که بالاتر از ۵٪ می‌باشد فرضیه H_0 مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته می‌شود.

و در ادامه برای بررسی اینکه بین متغیر وابسته سال جاری با سال قبل همبستگی وجود نداشته باشد آزمون براسچ-گودفری^۴ مرتبه دوم بکار گرفته شد که با توجه به آماره احتمال خود همبستگی در مدل وجود دارد برای تصریح مدل اولیه از عبارت خود

^۲ Test of Hypothesis: Mean = 0

^۳ White Heteroskedasticity Test

Godfrey-^۴ Breusch

همبستگی (Ar) مرتبه اول استفاده گردید. [۵] که با انجام تصریح میزان آماره احتمال آزمون براسچ - گودفری مناسب شده و خود همبستگی رفع شده است.

نگاره شماره ۱

نتیجه آزمون	احتمال آماره F و t	آزمون پیش فرض ها
تایید می شود	۰/۶۹	تست میانگین صفر
تایید می شود	۰/۸۹	تست وایت
رد می شود	۰/۰۰۰۶	تست براسچ - گودفری (قبل از تصریح مدل)
تایید می شود	۰/۰۸	تست براسچ - گودفری (بعد از تصریح مدل)

۴-۲- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت های نمونه در نگاره زیر ارائه شده است

نگاره شماره ۲

متغیرها	مخفف	مشاهدات مقطعی	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
کیوتوبین	QT	۱۱۲	۰/۵۶۸	۵/۴۳۶	۱/۴۰۵	۱/۱۷	۰/۶۶۹
شکاف قیمتی	BA	۱۱۲	۰/۳۷	۹۹/۷۹	۲۴/۴۱	۱۶/۱۷	۲۳/۳۱

۰/۱۶	۰/۶۳	۰/۶۲	۰/۹۵	۰/۱۶	۱۱۲	LEV	اهرم مالی
۱/۹۳	۱۳/۴۱	۱۳/۶۶	۲۰/۶۹	۱۲/۲۸	۱۱۲	F size	اندازه شرکت
۱۲	۳۸	۳۶	۷۹	۵	۱۱۲	AGE	عمر شرکت

همانطور که از نگاره ۲ مشخص است شکاف قیمتی بالاترین مقدار انحراف معیار را دارد که خبر از پراکندگی بیشتر و کاهش انسجام در جامعه مورد بررسی می دهد. که برای جلوگیری از کوچک شدن نمونه ، مشاهدات دورافتاده حذف نشده اند. از طرف دیگر اختلاف بالا بین میانه و میانگین از شکاف قیمتی بیانگر این است که اختلاف قیمت در داده ها بالا بوده که تأیید کننده انحراف معیار بالا در داده ها می باشد. در رابطه با متغیر وابسته انحراف معیار کم حکایت از این دارد که داده ها از یکسانی برخوردار بوده اند و با توجه به اینکه حداقل مقادیر از داده ها حذف نشده است انحراف معیار بسیار جزئی مشاهده می شود و نزدیکی میانگین و میانه نیز بیانگر نرمال بودن توزیع داده ها می باشد.

۴-۳-آزمون فرضیه

همانطور که در نگاره ۳ مشهود است احتمال آماره F کل مدل ۰,۰۰۱ می باشد. لذا می توان گفت کل رگرسیون در سطح ۹۹٪ اطمینان معتبر است. و همچنین ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) که میزان تغییر متغیر وابسته به تغییر متغیرهای مستقل موجود در مدل، را نشان می دهد ۰,۱۴ است که نشان دهنده تغییرات عملکرد شرکت توسط متغیرهای مستقل موجود در مدل به میزان ۰,۱۴ می باشد که با توجه به اهمیت شاخص عملکرد شرکت که متغیری اساسی است این میزان تغییر قابل توجه می باشد. همچنین ضریب ۰,۰۵- بدین معناست که رابطه معکوس بین شکاف پیشنهاد قیمتی خرید و فروش با عملکرد شرکت وجود دارد که با توجه به احتمال آماره t در سطح ۹۵٪ اطمینان مورد تایید قرار می

گیرد. این نتایج با نتایج تحقیقات تجربی دیگر چون فانگ و همکاران [۲۰]، آمیهاد و مندلسون [۱۲] و گامبرس و همکاران [۲۲] مطابقت دارد. بدین ترتیب هر چه مقدار شکاف پیشنهاد قیمتی خرید و فروش کمتر و باریکتر باشد میزان ارزش بیشتری برای شرکت فراهم می شود. لذا با توجه به رابطه معکوس بین نقدشوندگی و شکاف پیشنهاد قیمتی خرید و فروش، می توان گفت که نقدشوندگی اثر مثبتی بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران دارد که این نتیجه دال بر تایید فرضیه تحقیق می باشد. همچنین آماره دوربین واتسون بیانگر ضریب ۱۲،۱۲ است که نشان دهنده عدم همبستگی بین مقادیر متغیر وابسته می باشد.

نگاره شماره ۳

متغیر وابسته: عملکرد شرکت یا Tobin Q			
متغیرهای مستقل و کنترل	ضریب	آماره t	احتمال آماره t
شکاف قیمتی بین پیشنهاد خرید و فروش	-۰/۰۵	-۲/۰۴۶	۰/۰۴
اهرم مالی	-۰/۸۸	-۲/۳۷۵	۱/۰۱
اندازه شرکت	۰/۰۴	۱/۳۷	۰/۱۷
عمر شرکت	۰/۰۰۳	۰/۷۰	۰/۴۸
۵۰ شرکت برتر ایران	-۰/۳۹۵	-۱/۷۴۸	۰/۰۸
آماره F	۴/۰۵	احتمال آماره F	۰/۰۰۱
ضریب R ²	۰/۱۹	ضریب R ² تعدیل شده	۰/۱۴
دوربین واتسون	۲/۱۲		

۴-۴- تاثیر متغیر های کنترلی

این تحقیق رابطه منفی بالای را بین اهرم مالی و عملکرد شرکت در سطح ۹۵٪ اطمینان نشان می دهد که با تحقیقات اوغلو و مهاجان (۲۰۰۶) مطابق دارد و همچنین با توجه به آماره احتمال ۰,۱۷ بین اندازه شرکت و عملکرد شرکت، ارتباط بین این دو متغیر رد می شود. در این رابطه جهانخانی و یزدانی (۱۳۷۴) هاگن (۲۰۰۱) نمازی و ابراهیمی (۱۳۸۸) بیان داشتند شرکت های بزرگ، ریسک کمتر و در نتیجه بازده کمتری دارند بر مبنای آن ارتباط معکوسی را بین اندازه شرکت و عملکرد شرکت نشان دادند. و همچنین ریاحی و بلوکی (۲۰۰۳) معتقدند شرکتهای بزرگ، دارای قدرت چانه زنی و صرفه جویی ناشی از مقیاس می باشد و رابطه مثبتی بین دو متغیر پیش بینی نمودند. با توجه به نتایج این تحقیق، نتایج تحقیقات بالا در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶، رد می شود.

عمر شرکتهای بیانگر فرصت های رشد پیشرو برای شرکت است که می تواند بر عملکرد شرکت تاثیرگذار باشد که با توجه به نتایج حاصله، این رابطه در بازار اوراق بهادار تهران رد می شود نتایج این تحقیق در تضاد با تحقیقات فانگ و همکاران (۲۰۰۹) و گامبرس و همکاران (۲۰۰۳) می باشد و همچنین با توجه به آماره احتمال ۰,۰۸ بین ۵۰ شرکت برتر و عملکرد شرکت، فرضیه H_1 مبنی بر اینکه شرکتهای عضو در ۵۰ شرکت برتر نسبت به دیگر شرکتهای غیر عضو اثر گذاری متفاوتی بر عملکرد شرکت دارند رد می شود.

نتیجه گیری:

در این مقاله در صدد بودیم تا به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام که با شکاف پیشنهاد قیمتی بین خرید و فروش سهام سنجیده می شود با عملکرد بلند مدت شرکت بپردازیم انتظار ما بر این بود که در شرکت های که از نقدشوندگی سهام بیشتری برخوردارند به دلیل حضور سرمایه گذاران بالاتر از عملکرد بهتری برخوردار باشند. در مورد اینکه این

رابطه و تاثیر گذاری آن تا چه اندازه بوده؟ و جهت آن چگونه است؟ موضوعاتی بودند که مورد تحلیل قرار گرفته اند. یافته ها نشان داد که این جهت مثبت بوده و میزان آن تنها ۵٪ تغییر در عملکرد را توجیح می کند که با درصد مورد انتظار بر مبنای تحقیقات سایر کشورها (۶۰٪ فانگ و همکاران) بسیار کم است در این تحقیق همچنین اثر سایر متغیرهای کنترلی همچون اهرم مالی، اندازه شرکت، طول عمر و عضویت در ۵۰ شرکت برتر ایران مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج این تحقیق منطبق بر جریان پژوهشی گروه اول چون فانگ و همکاران (۲۰۰۹)، آمیهاد و مندلسون (۱۹۸۶) و گامبرس و همکاران (۲۰۰۳) ادمانس (۲۰۰۹)؛ ادماتی و پفلیدر (۲۰۰۹)؛ پالمیر (۲۰۰۲)؛ خاناسونتی (۲۰۰۴)؛ ساب رحمانیام و تیمان (۲۰۰۲) می باشد

این یافته ها می تواند هم برای خط مشی گذاران بورس و حسابداری و همچنین مدیران مالی مفید باشد. مدیران مالی قادرند از طریق افزایش قدرت نقد شوندگی سهام که می تواند از طریق افشاء اطلاعات و کاهش درجه اهرم مالی تحقق یابد باعث کاهش نرخ بازده مورد انتظار شده و از این طریق عملکرد ارزش شرکت را بیافزایند. همچنین یافته های این تحقیق می تواند برای خط مشی گذاران بورس و حسابداری از جهت بسط الزامات افشاء مفید باشد.

منابع و ماخذ:

۱. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف بین خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، ص ۳۷-۶۰
۲. جهانخانی، علی و یزدانی، ناصر. (۱۳۷۴). "بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکتها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعه مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، ص ۱۸۶-۱۶۹.

۳. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در

گزارشگری مالی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۸۰-۶۳

۴. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس (۱۳۸۸). " بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقد

شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " تحقیقات حسابداری.۴.

ص ۱۴۸-۱۶۳

۵. مهرگان، نادر و رضایی، روح اله (۱۳۸۸). " راهنمای ای ویوز ۶ در اقتصاد سنجی " نشر نور

علم

۶. نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. " بررسی تاثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی جاری و آینده

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " تحقیقات حسابداری.۴. ص ۴-۲۵

7. Admati, Pfleiderer (2009). "The "wall street walk" and shareholder activism: exit as a form of voice". Review of Financial Studies 2645-2685.

8. Agrawal, Kothare and Wadhwa (2004)." Bid-ask spreads, informed investors, and the firm's financial condition". The Quarterly Review of Economics and Finance 58-76

9. Amihud, Y., Mendelson, H (2008) "Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance". Journal of Financial Applied Corporate Finance

10. Amihud, Y., Mendelson, H., (2006) "The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital" . Journal of Financial Applied Corporate inance

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

12. Amihud, Y., Mendelson, H., (1986) . "Asset pricing and the bid-ask spread". Journal of Financial Economics 17, 223-249.

13. Baker, M., Stein, J (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets* 7, 271–299.
14. Bhide, A., (1993). "The hidden costs of stock market liquidity". *Journal of Financial Economics* 34, 31–51
15. Boone, j, (1998), "Oil and Gas Reserve Value Disclosures and bid ask spreads " *Journal of Accounting and public policy*, 17, 55-84
16. Chung Kee, Elder and Jang-Chul Kim. .(2010) "Corporate Governance and Liquidity" *Apr*, pp. 265–291
17. Chordia, T., Roll, R., Subrahmanyam, A.(2001). "Market liquidity and trading activity". *Journal of Finance* 56, 501–530
18. Coffee, J. (1991). "Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor". *Columbia Law Review* 91, 1277–1368.
19. Edmans, A., (2009). "Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia". *Journal of Finance*.
20. Fang , Noe and Tice (2009). "Stock market liquidity and firm value". *Journal of Financial Economics* 94 ,150–169
21. Goldstein, I., Guembel, A., (2008). "Manipulation and the allocational role of prices". *Review of Economic Studies* 75, 133–164.
22. Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A.,(2003). "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–115.
23. Hasbrouck, J., (2009). "Trading costs and returns for US equities: estimating effective costs from daily data". *Journal of Finance* 64, 1445–1477

24. Holmström, B., Tirole, J. (1993). "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy* 101, 678–709
25. Holmström, B., Tirole, J. (2001). "LAPM: liquidity-based asset pricing model". *Journal of Finance* 56, 1837–1867.
26. Kaplan, S., Zingales, L., (1997). "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?" *Quarterly Journal of Economics* 112, 169–216.
27. Khanna, N., Sonti, R., (2004). "Value creating stock manipulation: feedback effect of stock prices on firm value". *Journal of Financial Markets* 7, 237–270
28. Kyle, A., Vila, J., (1991). "Noise trading and takeovers. Rand" *Journal of Economics* 22, 54–71
29. Maug, E., (1998). "Large shareholders as monitors: is there a tradeoff between liquidity and control?" *Journal of Finance* 53, 65–98
30. Palmiter, A., (2002). "Mutual fund voting of portfolio shares: why not disclose?" *Cardozo Law Review* 23, 1419–1491
31. Riahi-Belkaoui, Ahmad (2004). "Measuring and Reportion of Intellectual Capital performance Analysis" . *The journal of American Academy* 439-448
32. Ryan, H, (1996), "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, summer, pp.33-40.
33. Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan (2008). "Modern financial management". Mc-Graw.hill
34. Stoll, H, (1978), "The supply of Dealer services in securities markets", *Journal of finance*, Septembe, pp.1133-1151

35.Subrahmanyam, A., Titman, S.,(2001). "Feedback from stock prices to cash flows". *Journal of Finance* 56, 2389-2413.