

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 درصد است 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 112 شرکت از بورس اوراق بهادار تهران برای مطالعات مقطعی در سال 1386 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

Iranian Accounting Association

مقدمه

در مطالعات انجام شده از نقدشوندگی، محققین تعداد زیادی از ویژگی های نقدشوندگی را برمی شمارند [7,8,9,10,11,12,13,14,18,19,20,21,22,24,27,28,29,30,35] که

مهمترین این ویژگی، کم بودن هزینه معاملات این نوع سهام می باشد. در این رابطه آمیهاد و مندلسون [9]، [12] 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 [10]

ماگ در تحقیق تجربی خود در سال (1998) نشان داد که ویژگی نقدشوندگی در سهام، امکان فروش را تسهیل نموده و خرید سهام، با مشکل کمتری روبرو است در عین حال هزینه نگهداری این نوع سهام، بسیار پائین می باشد [29]، رز و همکاران [33] 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. [7] و 9 و 10 و 11 و 12 و 13 و 19 و 20 و 22 و 24 و 27 و 28 و 29 و 30 و 35]

و جریان پژوهشی دیگر این ادعا را نقض کرده و بر ارتباط منفی بین دو متغیر نقدشوندگی و عملکرد تاکید می نماید. [14]، [18]، [21]، [29]

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 کارا تر می شود به طوری که در نقدشوندگی بالا به علت معیار مناسب برای ارزیابی مدیران و تعیین کاراء تر حق پاداش

مدیران ، حاکمیت شرکتی مطلوب ایجاد شده در نتیجه سوء مدیریت ها کاهش خواهد یافت. [24]، [19]، [7]، [30]

ماگ [29] معتقد است ، در حاکمیت شرکتی مطلوب که توسط نقدشوندگی بالای سهام فراهم می آید، سهامداران جزء به راحتی به سهامداران عمده تبدیل می شوند. علاوه بر آن باکر و ستین [13] در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که در دوره های که سهام شرکت از نقد شوندگی بالای برخوردار بوده شرکت توانسته سرمایه بیشتری را از طریق فروش سهام جمع آوری نماید.

از سوی دیگر در جریان پژوهشی رقیب محققین چون کوفی [18] بهاد [14] و ماگ [29] نشان دادند که در نقدشوندگی بالا و هزینه معاملات کم، سهامداران عمده ناراضی از عملکرد ، با سهولت بیشتری از شرکت خارج شده، و در نتیجه برای نظارت بیشتر بر رفتار مدیران تلاش کمتری می نمایند. که این وضعیت سبب می شود تا میزان حاکمیت شرکتی کاهش یافته و اثر منفی بر عملکرد شرکت داشته باشد.

علاوه بر این گولدستین و گامبل [21] معتقدند بورس بازان و دلان برای خرید و فروش کوتاه مدت، از سهام با نقدشوندگی بالا استفاده می نمایند که این امر منجر به بازدهی کمتر برای سرمایه گذاری ها شده و می تواند تاثیر منفی بر عملکرد شرکت داشته باشد.

به منظور آگاهی از ارتباط بین رفتار نقد شوندگی سهام و عملکرد شرکت ها در بازار نو ظهور ایران این تحقیق درصدد است تا با تست تجربی و باز آزمون مدل های بکار رفته قبلی، ارتباط بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت، و همچنین جهت و میزان تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بازار سهام ایران را مورد سنجش قرار دهد. یافته های این تحقیق علاوه بر پرکردن خلاء تحقیقاتی در این زمینه 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. براین مبنا، در ادامه مبانی نظری و پیشینه تحقیق

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.

2- پیشنهاد 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 [12] برای بررسی تجربی اثر نقدشوندگی بر قیمت سهام همه شرکت های عضو بازار نیز و آمکس را به مدت 21 سال (1960-1980) آزمون نمودند در ابتداء این شرکتها در 7 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 متغیر ها 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 15٪ به 1/8 تغییر یافته است ولی با افزایش تغییر شکاف قیمتی از 2٪ به 3٪ میزان بازده تنها یک در صد رشد یافته است.

چانگ [16] 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 Iranian Accounting Association

اگروال و همکاران [8] 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 [20] به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و ارزش شرکت در 2642 شرکت عضو بازار آمکس، نیز و نزدیک به مدت 6 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 [10] 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.

3- 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 تئوریه‌ها و مدل‌ها در بازارنو ظهور سرمایه ایران پردازد. برای این امر فرضیه زیر ارائه می گردد:

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

3-1- مدل تحقیق

جهت آزمون فرضیه فوق از مدل فانگ و همکاران [20] 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 50 شرکت برتر ایران

- ϵ : ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می باشد، از توزیع نرمال برخوردار بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی می باشد

3-1-1- 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، [20]، [22]، [26] کیو توپین به صورت زیر محاسبه می شود.

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

3-1-2- 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، [23]، [20]، [12] 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 [12]، هاسبروک [23]، فانگ و همکاران [20]، ریان، [31]، بون، [15]، رسائیان [1]، رضازاده و آزاد [3] و فخاری و فلاح محمدی [4] 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 t دوره

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

این مدل برای اولین بار توسط چیانگ و وینکاتش در سال 1986 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 [34] 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. [15] 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.

3-1-3- متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترلی با توجه به مدل فانگ و همکاران، [20] و مرور متون دیگر که با شرایط ایران سازگار باشد تعیین گردید. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از:

- 1) 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. [6]
- 2) 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. [2]، [6] 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.

(3) عمر شرکت: این متغیر نشان دهنده فرصت های رشد پیشرو برای شرکت است به عقیده [20]، [22] کتھای جوانتر به دلیل فرصت رشد بیشتر از عملکرد بهتری برخوردارند.

(4) 50 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 1 در غیر این صورت عدد 0 تعلق می گیرد. (50 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.

3-2- 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 معمولی¹ استفاده شده است. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال 1386 بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده اند:

- سهام این شرکتهای در سال 1386 در بورس اوراق بهادار معامله شده باشند
- شرکتهای نباید در طی دوره تحقیق توقف فعالیت داشته باشند
- شرکتهای مورد نظر از ابتداء تا انتهای تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند

¹ 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 50 مرتبه در سال کمتر باشد

با اعمال تمام محدودیت‌های فوق، حجم نمونه بالغ بر 112 شرکت گردید و داده‌های این تحقیق از اطلاعات مندرج در صورتهای مالی سالانه شرکت و بانکهای داده‌ای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین استخراج شده است.

4- 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.

4-1- پیش فرض‌های لازم برای اجرای رگرسیون OLS

با انجام تست فرض میانگین صفر² 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 وایت³ استفاده نموده ایم که با توجه به آماره احتمال این آزمون که بالاتر از 5% می‌باشد فرضیه H_0 مبتنی 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-گودفری⁴ مرتبه دوم بکار گرفته شد که با توجه به آماره احتمال خود همبستگی در مدل وجود دارد برای تصریح مدل اولیه از عبارت خود

² Test of Hypothesis: Mean = 0

³ White Heteroskedasticity Test

Godfrey-⁴ Breusch

همبستگی (Ar) مرتبه اول استفاده گردید. [5] که با انجام تصریح میزان آماره احتمال آزمون براسچ - گودفری مناسب شده و خود همبستگی رفع شده است.

نگاره شماره 1

نتیجه آزمون	احتمال آماره F و t	آزمون پیش فرض ها
تایید می شود	0/69	تست میانگین صفر
تایید می شود	0/89	تست وایت
رد می شود	0/0006	تست براسچ - گودفری (قبل از تصریح مدل)
تایید می شود	0/08	تست براسچ - گودفری (بعد از تصریح مدل)

4-2- آمار توصیفی

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

نگاره شماره 2

متغیرها	مخفف	مشاهدات مقطعی	حداقل	حداکثر	میانگین	میان	انحراف معیار
کیوتوین	QT	112	0/568	5/436	1/405	1/17	0/669
شکاف قیمتی	BA	112	0/37	99/79	24/41	16/17	23/31

0/16	0/63	0/62	0/95	0/16	112	LEV	اهرم مالی
1/93	13/41	13/66	20/69	12/28	112	F size	اندازه شرکت
12	38	36	79	5	112	AGE	عمر شرکت

همانطور که از نگاره 2 مشخص است شکاف قیمتی بالاترین مقدار انحراف معیار را دارد که خیر 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.

4-3-آزمون فرضیه

همانطور که در نگاره 3 مشهود است احتمال آماره F کل مدل 0.001 می باشد. لذا می توان گفت کل رگرسیون در سطح 99% 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 0.14 است که نشان دهنده تغییرات عملکرد شرکت توسط متغیرهای مستقل موجود در مدل به میزان 0.14 می باشد که با توجه به اهمیت شاخص عملکرد شرکت که متغیری اساسی است این میزان تغییر قابل توجه می باشد. همچنین ضریب -0.05 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 95% اطمینان مورد تأیید قرار می

گیرد. این نتایج با نتایج تحقیقات تجربی دیگر چون فانگ و همکاران [20]، آمیهاد و مندلسون [12] و گامبرس و همکاران [22] 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 دورین واتسون بیانگر ضریب 2.12 است که نشان دهنده عدم همبستگی بین مقادیر متغیر وابسته می باشد.

نگاره شماره 3

متغیر وابسته: عملکرد شرکت یا Tobin Q			
متغیرهای مستقل و کنترل	ضریب	آماره t	احتمال آماره t
شکاف قیمتی بین پیشنهاد خرید و فروش	-0/5	-2/046	0/04
اهرم مالی	-0/88	-2/375	1/01
اندازه شرکت	0/04	1/37	0/17
عمر شرکت	0/003	0/70	0/48
50 شرکت برتر ایران	-0/395	-1/748	0/08
آماره F	4/05	احتمال آماره F	0/001
ضریب R ²	0/19	ضریب R ² تعدیل شده	0/14
دورین واتسون	2/12		

4-4- تاثیر متغیر های کنترلی

این تحقیق رابطه منفی بالای را بین اهرم مالی و عملکرد شرکت در سطح 95% اطمینان نشان می دهد که با تحقیقات اوغلو و مهاجان (2006) مطابق دارد و همچنین با توجه به آماره احتمال 0.17 بین اندازه شرکت و عملکرد شرکت، ارتباط بین این دو متغیر رد می شود. در این رابطه جهانخانی و یزدانی (1374) هاگن (2001) نمازی و ابراهیمی (1388) 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 (2003) 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 1386، 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 (2009) و گامبرس و همکاران (2003) می باشد و همچنین با توجه به آماره احتمال 0.08 بین 50 شرکت برتر و عملکرد شرکت، فرضیه H_1 مبنی بر اینکه شرکتهای عضو در 50 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 پردازیم 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 گذاري آن تا چه اندازه بوده؟ و جهت آن چگونه است؟ موضوعاتي بودند که مورد تحليل قرار گرفته اند. يافته ها نشان داد که اين جهت مثبت بوده و ميزان آن تنها 5% تغيير در عملکرد را توجيح مي کند که با درصد مورد انتظار بر مبنای تحقيقات ساير کشورها (60% فانگ و همکاران) بسيار کم است در اين تحقيق همچنين اثر ساير متغيرهاي کنترلي همچون اهرم مالي، اندازه شرکت، طول عمر و عضویت در 50 شرکت برتر ايران مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج این تحقيق منطبق بر جريان پژوهشی گروه اول چون فانگ و همکاران (2009)، آمیهاد و مندلسون (1986) و گامبرس و همکاران (2003) ادمانس (2009)؛ ادماتی و پفلیدر (2009)؛ پالمیتر (2002)؛ خانا و سونتی (2004)؛ ساب رحمانیام و تیمان (2002) می باشد

اين يافته ها می تواند هم برای خط مشی گذاران بورس و حسابداري و همچنين مديران مالي مفيد باشد. مديران مالي قادرند از طريق افزايش قدرت نقد شوندگی سهام که می تواند از طريق افشاء اطلاعات و کاهش درجه اهرم مالي تحقق يابد باعث کاهش نرخ بازده مورد انتظار شده و از اين طريق عملکرد و ارزش شرکت را بيافزایند. همچنين يافته های اين تحقيق می تواند برای خط مشی گذاران بورس و حسابداري از جهت بسط الزامات افشاء مفيد باشد.

منابع و ماخذ:

1. احمد پور، احمد و رسائیان، امير. (1385). " رابطه بين معيار های ريسک و اختلاف بين خريد و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداري و حسابرسی، شماره 46، ص 37-60
2. جهانخانی، علی و یزدانی، ناصر. (1374). " بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ريسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکتها بر ميزان بکارگیری اهرم مالي در شرکتهای پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعه مدیریت، شماره 17 و 18، ص 186-169.

3. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (1387). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، 80-63
4. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس (1388). " بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " تحقیقات حسابداری. ص 163-148
5. مهرگان، نادر و رضایی، روح اله (1388). " راهنمای ای ویوز 6 در اقتصاد سنجی " نشر نور علم
6. 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 4. ص 4-25
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. Bhidé, 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. Holmstrom, 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.