

تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام

حسین نوروزی نصر^۱

مهدی مرادزاده فرد^۲

اعظم شکری^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۰۸

چکیده

تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که هزینه معاملات در بازارهای سرمایه به لحاظ اقتصادی با اهمیت است. با افزایش نقدشوندگی، هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین می‌آید. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند. مفهوم نقدشوندگی در بازارهای نوپایی مثل بازار ایران به مراتب از اهمیت بیشتری برخوردار است. نتایج تحقیق‌هایی که در زمینه نقدشوندگی سهام در بازار اوراق بهادار ایران انجام شده است، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ریسک عدم نقدشوندگی را در تصمیمات خود به شدت لحاظ می‌کنند (آمیهود (۲۰۰۲)). از این رو، هدف این مقاله بررسی تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است. در راستا نمونه‌ای متشکل از ۷۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و با استفاده از مدل رگرسیونی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. در حالت کلی در سطح اطمینان ۹۵٪ نتایج نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

۲- دانشیار گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات)
moradzadehfard@yahoo.com

۳- استادیار گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

معناداری وجود دارد، به عبارت دیگر، بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، مالکیت نهادی، مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

Archive of SID

۱- مقدمه

امروزه از موضوعات قابل توجه پژوهشگران در داخل و خارج از کشور مسأله مالکیت در شرکت‌ها و ترکیب سهامداران می‌باشد. ترکیب سهامداران می‌تواند نقشی اساسی در عملکرد شرکت داشته باشد. با توجه به مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت می‌باشد. به طوری که شرکت‌های با سهامداران خرد در قالب سهامداران حقیقی، سهامداران برای نظارت بر عملکرد مدیران و چشم اندازهای آتی شرکت بر اطلاعات در دسترس عموم اتکا می‌کنند در حالی که برخلاف آن‌ها سهامداران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع آوری اطلاعات بوده و به اطلاعات داخلی و با ارزش شرکت دسترسی دارند (ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۷). به نظر می‌رسد رابطه متقابل بین مالکیت شرکت‌های هلدینگ و نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه پذیر از اهمیت خاصی برخوردار باشد. به طور کلی عدم نقدشوندگی یک دارایی مانع از فروش به آن می‌شود. همچنین نقدشوندگی می‌تواند به عنوان یک از عوامل مؤثر بر بازده اوراق بهادار باشد. با بررسی بر روی روند قیمت‌ها در بازار سرمایه می‌توان متوجه این موضوع شد که قیمت سهام اکثر شرکت‌هایی که در مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری قرار دارند در مقایسه با شرکت‌های دیگر پایین‌تر است (بنی مهد و مراد زاده فرد، ۱۳۹۳). با توجه به موارد ذکر شده نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های اوراق بهادار نیز از مسائل قابل توجه و پر اهمیت در یک بازار کارا می‌باشد. لذا توصیه‌های ارائه شده در بورس‌های معتبر جهان مبنی بر حضور سرمایه گذاران نهادی در ترکیب شرکت‌های بزرگ و منافع ناشی از آن به فراهم نمودن بازار کارا و همچنین نبود پژوهش‌های کافی در زمینه فوق این انگیزه را به وجود آورد که در تحقیق حاضر نقش مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری را که به عنوان سرمایه گذاران نهادی می‌باشند در نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه پذیر بررسی نماییم تا براین اساس نوع و شدت رابطه موجود بین دو متغیر تعیین و همچنین مبنایی برای شناخت بهتر عوامل تأثیرگذار به نقدشوندگی فراهم گردد. بدون شک انجام تحقیق در این زمینه می‌تواند در توسعه علمی و کسب نتایج دقیق و قابل اعتماد بسیار مؤثر باشد و در جهت سرمایه گذاری پربازده راهکارهای مناسبی را ارائه نماید. اهمیت این پژوهش در این می‌باشد که به سرمایه گذاران جزء نشان می‌دهد، آیا مالکیت عمده شرکت‌های سرمایه گذاری در شرکت‌های سرمایه پذیر بورس اوراق بهادار، تأثیری بر نقدشوندگی سهامشان دارد یا خیر؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- تبیین مفهوم نقدشوندگی

یکی از مزیت‌های عمده سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار در مقایسه با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، قابلیت نقدشوندگی بالا در این نوع سرمایه‌گذاری است که به عواملی همچون عدم توقف‌های طولانی مدت نماد معاملات، میزان سهام شناور آزاد و بازدهی سهام هر شرکت بستگی دارد (ملکی، ۱۳۹۱). نقدشوندگی موضوعی کاملاً پیچیده‌ای می‌باشد. در بهترین تعریفی که از آن می‌شود عبارتست از قابلیت خرید و فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار با سرعت زیاد و تأثیر اندک در قیمت (محمدی، ۱۳۸۸). رابین (۲۰۰۷)^۱ در تعریفی نقدشوندگی را قابلیت خرید یا فروش یک دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن معرفی کرده است. قابلیت نقدشوندگی، میزان نزدیکی دارایی‌های مالی به پول را بیان می‌دارد. هرچند وجه نقد خود یکی از انواع دارایی‌های مالی به شمار می‌آید اما با بقیه متفاوت است. از این جهت وسیله و عامل نقل و انتقال تمام سایر دارایی‌ها به شمار می‌آید. لذا قابلیت نقدشوندگی یک دارایی مالی، از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون عمل زیان ارزیابی می‌شود. بدین ترتیب وجه نقد از لحاظ قابلیت نقدشوندگی در ردیف اول و سایر دارایی‌های مالی در درجات بعدی به شمار می‌آید (محمدی، ۱۳۸۸). بالا بودن نقدشوندگی در یک بازار بورس نشان دهنده موفقیت آن بازار در شفاف سازی اطلاعاتی و نزدیکی قیمت‌های اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن‌ها می‌باشد. از میان تمام بازارهای مالی موجود ابزارهای بازار پول از بالاترین قابلیت نقدشوندگی برخوردارند و این از کوتاه مدت بودن و ریسک کمتر آن‌ها ناشی می‌شود (زارع استخریجی، ۱۳۸۱).

۲-۲- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اوراق بهادار

قیمتی که اوراق بهادار خریداری می‌شود قیمت پیشنهادی خرید و قیمتی که با آن به فروش می‌رسد را قیمت پیشنهادی فروش می‌نامند.

هنگامی که در بازاری بیش از یک بازارساز وجود داشته باشد یعنی به عبارتی تعداد عرضه و تقاضا جهت سهمی بیش از یک نفر باشد تفاوت بین بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش را شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازار می‌نامند. اگر در بازاری به حد کافی برای اوراق بهادار حجمی از خرید و فروش به قیمت تعادلی وجود داشته باشد می‌توانیم بگوییم که این بازار روان^۲ است، و بازارهایی که تعداد خریداران و فروشندگان در آن کم است به بازارهای کم رمق^۳ معروف می‌باشند. هرچه بازار روان‌تر باشد نقدینگی بالاتر خواهد بود لذا شکاف قیمت خرید و فروش در یک بازار روان کمتر از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در بازار کم

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
شماره ۴۲ / تابستان ۱۳۹۸

رقم است زیرا در این گونه بازارها (روان) حجم معاملات بالاتر می‌باشد که باعث کاهش ریسک می‌شود (محمدی، ۱۳۸۸).

۳-۲- تئوری‌های ساختار مالکیت

ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول برحسب دو متغیر شامل سهامداران درونی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخشهای اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. همچنین سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت تملک سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره دارد که در تملک سرمایه گذاران حقوقی است (سارین و دیگران، ۲۰۰۰).^۴ همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر درونی یا بیرونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بودن سهامداران مورد توجه قرار داد (جفری سرشت، ۱۳۸۹). سرمایه گذاران نهادی مؤسساتی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند. مطابق با ادبیات موجود، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه گذار، جزء سرمایه گذاران نهادی قلمداد می‌شوند. (شریفی، ۱۳۹۲). طبق تئوری نمایندگی سهامداران نهادی انگیزه و قدرت این را دارند که بر مدیریت شرکت نظارت کرده و از هدایت درست شرکت توسط آن‌ها اطمینان حاصل نمایند. آن‌ها با فروش سهام خود موجب کاهش قیمت آن شده و شرکت را در معرض مالکیت دیگران قرار دهند (دمسترز، ۱۹۸۳).^۵

۴-۲- تبیین مفهوم شرکت‌های سرمایه گذاری

جهان‌شاد و شعبانی (۱۳۹۴) معتقدند سرمایه گذاران نهادی افق سرمایه گذاری را طولانی‌تر می‌کند و منجر به انحراف در تصمیمات سرمایه گذاری شده و حساسیت سرمایه گذار را به جریان نقد می‌افزایند. آن‌ها با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالفت و با توجه به قدرت رأی خود مدیران را به تقشیم سود وادار کنند (ستایش و صالحی نیا، ۱۳۹۳). طبق تعریف ICI، شرکت سرمایه گذاری نهادی مالی است که وجوه سرمایه گذاران را جمع آوری و در سبد متنوعی از اوراق بهادار، سرمایه گذاری می‌کند. شرکت یا صندوق سرمایه گذاری با سرمایه ثابت، نوعی از شرکت‌های سرمایه گذاری است که تعداد معینی سهم را عرضه می‌کند، سهام آن در بوس

اوراق بهادار پذیرفته شده، و در بورس یا بازارهای خارج از بورس مورد معامله قرار می‌گیرد (مهدوی راد، ۱۳۹۱).

شرکت‌های سرمایه‌گذاری مانند واسطه مالی بین سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های تولیدی عمل می‌کنند. این شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری وجوه در سهام سایر شرکت‌ها و یا سایر اوراق بهادار در واقع سهامدار کم سرمایه را در پرتوی بزرگی سهیم نموده و وی را از منافع شرکت‌های سرمایه‌پذیر بهره‌مند می‌سازند. (اسلامی میلانی، ۱۳۸۷). براساس قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایالات متحده مصوب (۱۹۴۰)، شرکت سرمایه‌گذاری به هر ناشر اوراق بهادار اطلاق می‌شود که:

- فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری مجدد یا معامله اوراق بهادار است.
- گواهی ارزش اسمی را منتشر کرده و یا قصد انتشار آن را دارد.
- در سرمایه‌گذاری مجدد، مالکیت یا معامله اوراق بهادار، فعالیت یا قصد فعالیت دارد و ارزش اوراق بهادار سرمایه‌گذاری که هم اکنون مالک آن می‌باشد یا در آینده مملک خواهد شد، بیش از ۴۰٪ ارزش کل دارایی‌های شرکت را تشکیل می‌دهد (مهدوی راد، ۱۳۹۱).

۲-۵- پیشینه تحقیق

رویز و سان تانا (۲۰۱۱)^۶ در تحقیقی در کشور اسپانیا نشان دادند که اگر سهامداران عمده شرکتی یک بانک باشد، رابطه‌ای منفی میان مالکیت سهامدار عمده و ارزش سهام آن شرکت وجود دارد. اما اگر سهامدار عمده یک شرکت سرمایه‌گذاری باشد، در آن صورت رابطه مثبت وجود دارد. علت این تفاوت آن است که بانک‌ها درگیر مسائل سیاسی می‌باشند اما شرکت‌های سرمایه‌گذاری به افزایش ارزش دارایی‌ها تلاش دارند. کانلی و دیگران (۲۰۱۲)^۷ "ساختار مالکیت و نظام راهبری بر ارزش بازار" شرکت در تایلند را بررسی کردند نتیجه پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که ساختار هرمی در مالکیت شرکت‌ها رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار سهام شرکت‌ها را بهبود خواهد بخشید. آسکیوگلو و دیگران (۲۰۱۲)^۸ در تحقیقی به "بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها" پرداختند. آن‌ها با استفاده از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود (۲۰۰۲) طی سالهای ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۱ نتیجه گرفتند که مدیریت سود به خصوص از طریق اقلام تعهدی اختیاری، با نقدشوندگی سهام شرکت‌ها دارای رابطه معکوس می‌باشد. و شرکت‌های با سودگزارش شده جزئی و هزینه‌های اختیاری بالا دارای نقدشوندگی سهام کمتری هستند. چارلوپس و لو بمیر (۲۰۱۴)^۹ در بررسی خود بر روی "ریسک نقدینگی و مالکیت نهادی" به این نتیجه رسیدند که مالکیت نهادی بر روی ریسک نقدینگی تأثیرگذار می‌باشد. آن‌ها اذعان نمودند سهامی که بین سالهای ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۲ توسط

شرکت‌های مورد بررسی خریداری شده است دارای ریسک نقدینگی پایین تری نسبت به سهامی که توسط اشخاص حقیقی هستند. گایسر و عبدالله (۲۰۱۵)^{۱۰} در تحقیق با موضوع "تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت به این نتیجه رسیدند که بین این دو متغیر هیچ رابطه معنی داری وجود ندارد. باداور نهندی و همکاران (۱۳۹۲) در "بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران" در دوره زمانی ۵ ساله به این نتیجه رسیدند که بین شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام به عنوان معیارهای نقدشوندگی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت وجود دارد. آن‌ها در این تحقیق از اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده نموده بودند. علیجانی (۱۳۹۲) در بررسی "رابطه میان مدیریت سود و نقدشوندگی سهام" از ۶ معیار ارقام تعهدی اختیاری برای اندازه گیری مدیریت سود استفاده نمود. نتایج بدست آمده در بازه زمانی ۸۱ الی ۸۹ حاکی از وجود رابطه معنا دار و مثبت میان بازده دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها است. وی اظهار نمود که با کاهش نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها، از نقدشوندگی سهام کاسته می‌شود. همچنین بین سایر معیارهای مورد بررسی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری یافت نشد. منصور (۱۳۹۲) "تأثیر ساختار مالکیت بر نقد شونددگی سهام" را در بین ۴۵ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۸۶ الی ۹۰ مورد بررسی قرار داد. وی پس از بررسی فرضیه‌ها به این نتیجه رسید که بین تمرکز مالکیت با نقد شونددگی رابطه منفی و معنی دار، بین مالکیت نهادی با نقدشوندگی رابطه مثبت معنادار و بین مالکیت مدیریتی با نقدشوندگی سهام رابطه مثبت وجود دارد. معدنی (۱۳۹۲) "ارتباط توانایی مدیران، اندازه شرکت، مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام شرکت‌ها با میزان نقد شونددگی سهام" را مورد آزمون قرار داد. بر اساس نتایج تحقیق در سال‌های ۸۶ الی ۹۰ بین توانایی مدیران، اندازه شرکت، نهادی بودن سهامداران و نوسانات بازده سهام از یک سو و شاخص نقد شونددگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سوی دیگر رابطه معنی دار وجود دارد و در این قلمرو زمانی و مکانی اثر توانایی مدیران بر نقد شونددگی با توجه به سه عامل اندازه شرکت، نهادی بودن سهامداران و نوسانات بازده سهام متفاوت بوده است. نتایج تحقیق علی پور کاشی (۱۳۹۳) با موضوع "بررسی تأثیر فروش خارجی و مالکیت نهادی بر ارزش شرکت‌ها" در قلمرو زمانی ۸۲ الی ۹۰ نتایج نشان داد که میزان فروش خارجی و مالکیت نهادی بر ارزش شرکت‌های بورسی در تهران تأثیر معنا داری دارد. همچنین وی اذعان نمود بین رابطه میزان فروش خارجی، مالکیت نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از بحران مالی جهانی تفاوت معناداری وجود ندارد. مهرداد فریدینا (۱۳۹۳) در بررسی "رابطه بین مالکیت نهادی و کفایت افشاء" را طی دوره ۷ ساله مورد تجزیه و

تحلیل آماری قرار داد. یافته‌ها نشان داد که کنترل مالکیت نهادی تأثیری بر کیفیت افشاء شرکت‌های نمونه آماری نداشته است. این در حالی است که با اضافه نمودن متغیر انحراف معیار جریان نقدی، این ارتباط تغییر یافته و ملاحظه می‌شود، شرکت‌هایی که دارای انحراف جریان وجوه نقد پایین‌تری بوده و سرمایه‌گذاران نهادی بر آن کنترل مستقیم دارند، کیفیت افشاء بالاتری داشته‌اند. داداش پور (۱۳۹۳) "ارتباط نقدشوندگی دارایی‌ها با بازده سهام" را مورد آزمون قرار داد. نتایج تحقیق حاکی از این می‌باشد که رابطه مثبت و معنی داری بین ضریب متغیر نرخ گردش و بازده سهام وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که سهام نقد شونده در بورس تهران با اقبال بیشتری مواجه بوده و تقاضای عمومی موجب افزایش قیمت سهام و در نتیجه بازده آن خواهد شد. نصیری (۱۳۹۳) در تحقیقی تحت عنوان "مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر ریسک ورشکستگی ناگهانی و همزمانی بازده سهام" که در بازده زمان ۸۵ الی ۹۱ انجام شده به این نتیجه رسید که مالکیت نهادی بر ریسک ورشکستگی تأثیر منفی و معناداری دارد ولی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر هم زمانی بازده سهام تأثیر معنی داری ندارد. بنی مهد و دیگران (۱۳۹۳) در تحقیقی "رابطه مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکت‌ها" را در سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ بررسی نمودند. آزمون فرضیه تحقیق با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی انجام پذیرفت. نتایج گویای این بود که مالکیت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری موجب کاهش ارزش سهام شرکت‌های نمونه پژوهش می‌شود. در تحقیقی که توسط علوی طبری و حاجی مرادخانی (۱۳۹۴) باموضوع "کیفیت حسابرسی و نقدشوندگی سهام" انجام پذیرفت، نتایج نشان داد رابطه معناداری بین حق‌الزحمه حسابرسی مستقل و معیارهای نقد شوندگی شکاف قیمت مؤثر و عمق بازار وجود ندارد اما رابطه آن با شکاف قیمت نسبی (نقد شوندگی)، مثبت (منفی) و معنادار می‌باشد.

۳- فرضیه تحقیق

در راستای هدف مقاله و با توجه به مبانی نظری موضوع و پیشینه تحقیق‌های گذشته، فرضیه تدوین شده عبارت است از:

- میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده و نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر، رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد.

۴- مدل و متغیرهای تحقیق

۴-۱ مدل تحقیق

باتوجه موضوع تحقیق و جهت آزمون فرضیه از رابطه ۱ استفاده گردیده است:

(۱)

$$\text{Liquidity}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{INSOWN}_{i,t} + \beta_2 \text{Ln Size}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Price}_{i,t} + \beta_6 \text{K Auditor}_{i,t} + \beta_7 \text{DN}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۴-۲ متغیر مستقل

در این تحقیق نوع سهامدار عمده (مالکیت نهادی) به عنوان متغیر مستقل می‌باشد که منظور از آن اشخاص حقوقی و نهادها در ترکیب سهامداران می‌باشد.

۴-۳ متغیر وابسته

از آنجا که در مطالعات رایین (۲۰۰۷)^{۱۱}، عتیق و دیگران (۲۰۰۶)^{۱۲}، محمدی (۱۳۸۸) و ملکی (۱۳۹۱) که در مورد نقد شوندگی سهام انجام پذیرفته، طبق رابطه ۲ از دامنه قیمت خرید و فروش به عنوان معیاری برای نقدشوندگی استفاده شده است ما نیز در این تحقیق به دلیل در دسترس بودن، از این معیار استفاده نموده‌ایم.

(۲)

$$\text{Spread}_{i,t} = \frac{AP - BP}{(AP + BP) / 2} \times 100$$

که در آن:

t: دوره زمانی مورد بررسی

i: نمونه مورد بررسی

Spread: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (Ask / Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (Bid / Price): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

۴-۴ متغیرهای کنترلی

از آنجا که نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه پذیر می‌تواند تحت تأثیر متغیرهای دیگری نیز باشد لذا در این تحقیق نیز باتوجه به تحقیق‌های رضاپور (۱۳۸۹) و یعقوب نژاد و رهنمای (۱۳۹۰) از معیارهای ذیل جهت متغیرهای کنترلی استفاده شده است:

اندازه شرکت: در این تحقیق منظور از اندازه شرکت، اندازه دارایی‌ها است و برای این منظور لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در پایان سال استفاده شده است. بازده دارایی: از تقسیم سود بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود. نسبت اهرمی: از تقسیم جمع بدهی‌های به جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است. قیمت هر سهم: برای محاسبه این معیار از میانگین قیمت سهام شرکت در بازه مورد بررسی استفاده می‌شود. نوع حسابرس: منظور از نوع، خصوصی یا دولتی بودن موسسه حسابرسی می‌باشد. تعداد دفعات معاملات: از طریق محاسبه میانگین تعداد دفعات معاملات در هر روز برای سال مورد نظر به دست می‌آید.

۵- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از ابتدای سال ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۳ در بورس تهران فعال بوده‌اند و برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور ۷۲ شرکت از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف شده‌اند.

- ۱) تا پایان سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده باشند.
- ۲) شرکت‌هایی که پایان دوره آن‌ها پایان اسفند ماه باشند و طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۳) شرکت در دوره تحقیق توقف معامله بیش از سه ماه نداشته باشد.
- ۴) اطلاعات آن‌ها در همه سالهای دوره تحقیق (۹۳-۸۷) در دسترس باشد.
- ۵) شرکت‌های مورد بررسی در گروه سرمایه‌گذاری و یا صنعت بانگداری نباشند.

۶- روش تحقیق

این مقاله از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی می‌باشد، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید علاوه بر این، در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است. که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود.

۷- یافته‌های تحقیق

۷-۱- بررسی آمار توصیفی متغیرها طی دوره تحقیق

در جدول ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی، به طور متوسط ۲۴٫۶٪ سهام شرکت در مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری است و در بیش از ۵۰٪ شرکت‌های نمونه حداقل ۱۲٪ سهام در مالکیت سهامداران نهادی است. همچنین بازده سرمایه گذاری شرکت‌های مورد بررسی در طی دوره تحقیق به طور متوسط تقریباً ۱۰٪ می‌باشد و به طور متوسط تقریباً ۶۳٪ منابع مالی خود را از طریق بدهی تأمین مالی نمودند و تقریباً در ۲۸٪ شرکت‌های مورد بررسی حسابرس مستقل آن‌ها سازمان حسابرسی بوده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش (معیار عدم نقدشوندگی سهام)	Liquidity	۴۳۲	۲/۸۵۱۸۳۵	۲/۵۱۳۶۵۰	۷/۶۸۵۸۰۷	۰/۹۰۲۴۲۶	۱/۶۵۴۴۸۳
مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری	INSOWN	۴۳۲	۲۴/۶۰۵۳۲	۱۲/۰۰۰۰۰	۹۸/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۲۸/۶۸۷۸۵
اندازه شرکت	Size	۴۳۲	۱۳/۵۰۸۷۲	۱۳/۳۵۸۲۶	۱۸/۱۱۵۶۹	۱۰/۸۱۵۸۹	۱/۲۸۵۱۹۹
بازده سرمایه گذاری	ROI	۴۳۲	۰/۰۹۸۸۵۹	۰/۰۸۵۷۷۵	۰/۶۲۱۶۰۹	-۰/۳۲۷۴۲۲	۰/۱۱۸۹۸۶
اهرم مالی	Lev	۴۳۲	۰/۶۳۳۴۹۸	۰/۶۳۹۱۷۶	۰/۸۶۵۵۸۲	۰/۱۴۵۹۸۷	۰/۲۰۳۹۷۶
قیمت هر سهم	Price	۴۳۲	۴۱۱۳/۷۹۲	۳۵۳۹/۵۰۰	۴۲۸۴/۰۰۰	۵۲۲/۰۰۰۰	۴۶۷۰/۰۷۶
نوع حسابرس	K Auditor	۴۳۲	۰/۲۸۴۷۲۲	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۴۵۱۸۰۵
تعداد دفعات معاملات	DN	۴۳۲	۱۰۸/۴۴۹۱	۲۸/۵۰۰۰۰	۱۷۴۴/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۲۴۶/۶۲۴۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۲- بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم و با توجه به نتایج می‌توان گفت بین متغیرها ارتباط وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت. نتایج بدست آمده از جدول ضریب همبستگی نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، بین درصد

مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد در حالی که، بین اندازه شرکت و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش همبستگی منفی و نا معناداری وجود دارد.

جدول ۲- ضرایب همبستگی متغیرهای تحقیق

ردیف	متغیرها	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)
(۱)	Liquidity	۱/۰۰۰							
	احتمال	---							
(۲)	INSOWN	۱/۰۰۰	۰/۰۵۱۸						
	احتمال	---	۰/۰۰۰۳						
(۳)	Size	۱/۰۰۰	۰/۰۶۷۳	-۰/۰۲۷۹					
	احتمال	---	۰/۱۶۲۵	۰/۰۶۲۰					
(۴)	ROI	۱/۰۰۰	۰/۰۹۵۲	۰/۰۶۱۶	۰/۰۱۸۸				
	احتمال	---	۰/۰۴۷۹	۰/۲۰۱۷	۰/۰۱۶۵				
(۵)	Lev	۱/۰۰۰	-۰/۶۸۶۳	۰/۰۹۲۸	-۰/۰۳۸۲	-۰/۰۵۵۱			
	احتمال	---	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵۴۰	۰/۴۲۸۸	۰/۲۵۲۷			
(۶)	Price	۱/۰۰۰	-۰/۱۶۹۷	۰/۵۰۹۷	۰/۱۰۶۶	۰/۰۵۳۷	۰/۰۰۱۲		
	احتمال	---	۰/۰۰۰۴	۰/۶۴۲۳	۰/۰۲۶۷	۰/۲۶۵۸	۰/۰۰۰۱		
(۷)	K Auditor	۱/۰۰۰	۰/۰۳۴۲	۰/۱۵۹۲	۰/۰۰۲۶	۰/۲۴۲۳	۰/۰۴۰۷	۰/۰۰۰۳	
	احتمال	---	۰/۴۷۸۸	۰/۴۲۰۹	۰/۹۵۷۴	۰/۰۸۶۴	۰/۳۹۸۴	۰/۹۹۴۴	
(۸)	DN	۱/۰۰۰	۰/۲۴۵۸	-۰/۱۱۷۹	۰/۱۶۹۹	-۰/۱۴۵۸	۰/۵۱۰۴	-۰/۱۷۲۰	-۰/۰۳۷۶
	احتمال	---	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۴۲	۰/۱۹۰۴	۰/۰۰۲۴	۰/۱۰۳۸	۰/۰۰۰۳	۰/۴۳۵۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۷- ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده)

یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری^{۱۳} مورد بررسی قرار گرفت. که نتایج آن در جدول ۳ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا با استفاده از آزمون بروش -

پاگان-گودفری

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل پژوهش
ناهمسانی واریانس خطاها	۰/۰۱۰۸	۲/۷۹۱۱	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۷- عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال ۰/۴۰۴۰ می‌باشد بنابراین می‌توان فرضیه صفر را تأیید کرد لذا دلیلی برای رد عدم وجود خود همبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد.

جدول ۴ - نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل پژوهش
عدم وجود خود همبستگی خطاها	۰/۴۰۴۰	۰/۹۰۸۲	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۷- عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

همخطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس^{۱۴} (VIF) استفاده شد وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد. که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول ۵ - نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل تحقیق

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری	INSOWN	۰/۰۰۰۰۰۸	۱/۰۷۱۲۰۲
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۵۹۳۷	۱/۵۳۰۰۷۸
بازده سرمایه گذاری	ROI	۱/۲۹۹۰۷۷	۲/۸۶۹۷۳۷

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
اهرم مالی	Lev	۰/۳۴۳۱۷۶	۲/۲۲۷۸۶۵
قیمت هر سهم	Price	۰/۰۰۰۰۰۴	۱/۴۸۸۳۷۹
نوع حسابرس	K Auditor	۰/۰۳۵۴۳۷	۱/۱۲۸۶۸۸
تعداد دفعات معاملات	DN	۰/۰۰۰۰۰۲	۱/۵۶۴۸۷۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۷- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آن‌ها "در سطح" کمتر از ۰.۵٪ می‌باشد فرضیه صفر (نامانا بودن متغیر) در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح مانا است و در صورتیکه بیشتر از ۰.۵٪ باشد، در سطح نامانا می‌باشد. همانگونه که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود همه متغیرها مانا هستند بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت.

جدول ۶- نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

نتایج	لوین، لین و چو		نماد	متغیرها
	احتمال	آماره		
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۶۹۲۱	Liquidity	دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش (معیار عدم نقدشوندگی سهام)
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵۰/۳۳۳۶	INSOWN	مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۳/۹۱۳۴	Size	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۴۹۰۷	ROI	بازده سرمایه گذاری
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۰/۴۲۷۶	Lev	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۸/۸۴۷۴	Price	قیمت هر سهم
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴/۴۴۴۲	K Auditor	نوع حسابرس
مانا	۰/۰۰۰۰	-۴/۳۰۵۵	DN	تعداد دفعات معاملات

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۷- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰.۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن‌ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰.۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰.۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰.۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده شده است. همانطور که در جدول ۷ منعکس گردیده، احتمال F لیمر مدل پژوهش کمتر از ۰.۵٪ می‌باشد لذا برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود. و با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن مدل پژوهش در جدول ۸ کمتر از ۰.۵٪ می‌باشد از مدل اثرات ثابت برای تخمین آن استفاده شده است.

جدول ۷ - نتایج حاصل از آزمون F لیمر

نتیجه	احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره	نوع آماره	مدل پژوهش
روش تابلویی	۰/۰۰۰۰	(۵/۴۱۹)	۲۹/۱۱۶۳	آماره F	
	۰/۰۰۰۰	۵	۱۲۸/۸۲۸۳	آماره خی دو (Chi-square)	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۸ - نتایج حاصل از آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره	نوع آماره	مدل پژوهش
مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۷۳	۷	۲۲/۵۴۵۶	آماره خی دو (Chi-square)	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۸- تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

بعد از اینکه فروض کلاسیک مربوط به رگرسیون و مانایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت و روش تخمین مدل هم مشخص گردید، حال نوبت آن است که مدل با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برآورد گردد. زمانیکه تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد و از روش تابلویی برای تخمین استفاده شود ممکن است مشکل ناهمسانی واریانس رخ دهد. در این پژوهش برای تشخیص ناهمسانی واریانس‌ها از آزمون بروش-پاگان-گادفری و برای تشخیص وجود

خود همبستگی بین متغیرها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. در صورت تأیید وجود ناهمسانی واریانس‌ها از آزمون GLS برای تشخیص ارتباط موجود بین متغیرها بهره گرفته شده است. و برای مشکل خود همبستگی از رفع خود همبستگی درجه اول استفاده شده است. لازم به ذکر است که در مدل مورد استفاده، وجود ناهمسانی واریانس‌ها تأیید شده است و آزمون GLS استفاده شده است، و مشکل خود همبستگی براساس آزمون انجام شده تأیید نشده است. در نهایت نرم افزار λ Views برای تشخیص رابطه موجود بین متغیرها به کار گرفته شده است.

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۹ بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر $0/0000$ بوده و چون این مقدار کمتر از $0,05$ است، فرض صفر در سطح اطمینان 95% رد می‌شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون $2,15$ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً 49% تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج نشان می‌دهد که به غیر از متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، نوع حسابرس و تعداد دفعات معامدلات، مابقی متغیرهای موجود در مدل در سطح اطمینان 95% معنادار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که بین بازده سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد به عبارت دیگر، بین بازده سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد یعنی با افزایش بازده سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد. در حالی که بین قیمت هر سهم و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به عبارت دیگر، بین قیمت هر سهم و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد یعنی با افزایش قیمت هر سهم، نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد.

در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، $0/000997$ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری معنی دار می‌باشد، به عبارت دیگر می‌توان گفت که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان 95% فرضیه تحقیق را تأیید شده تلقی نمود.

جدول ۹- نتایج تخمین مدل پژوهش

$Liquidity_{i,t} = \alpha + \beta_1 INSOWN_{i,t} + \beta_2 Ln Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Price_{i,t} + \beta_6 K Auditor_{i,t} + \beta_7 DN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش (معیار معکوس نقد شوندگی) روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته دوره زمانی: ۱۳۹۲-۱۳۸۷ تعداد مشاهدات: ۴۳۲					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۲/۸۷۶۳۵۶	۰/۱۴۳۶۰۸	۲۰/۰۲۹۲۷	۰/۰۰۰۰
مالکیت شرکت‌های سرمایه گذاری	INSOWN	۰/۰۰۰۹۷۷	۰/۰۰۰۲۶۳	۳/۷۲۰۰۳۲	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت	Size	۰/۰۱۱۵۶۳	۰/۰۱۱۵۶۳	۰/۲۶۶۷۷۵	۰/۷۸۹۸
بازده سرمایه گذاری	ROI	-۰/۴۲۹۳۰۱	۰/۱۷۹۷۸۹	-۲/۳۸۷۸۰۱	۰/۰۱۷۴
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۳۲۱۲۲	۰/۰۸۲۹۲۵	-۱/۵۹۲۷۵۲	۰/۱۱۲۰
قیمت هر سهم	Price	۰/۰۰۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۰۳	۳/۴۸۶۶۷۸	۰/۰۰۰۵
نوع حسابرس	K Auditor	۰/۰۱۵۷۵۲	۰/۱۹۷۴۶	۰/۷۹۷۷۳۰	۰/۴۲۵۵
تعداد دفعات معاملات	DN	-۰/۰۰۰۰۴۲	۰/۰۰۰۰۳۰	۱/۴۰۷۲۶۳	۰/۱۶۰۱
			۰/۵۰۱		
			۰/۴۸۶		
			۲/۱۵		
			۳۴/۹۹۹۷		
			۰/۰۰۰۰		
					احتمال (آماره F)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸- بحث و نتیجه گیری

سهامداران نهادی به حاکمیت شرکتی به صورتی کاملاً متفاوت از سهامداران حقیقی می‌نگرند. زیرا آن‌ها ملاک‌های ارزشمندی نسبت به اشخاص حقیقی داشته و انگیزه‌های لازم جهت توسعه، کنترل و نظارت بر سرمایه‌گذاران را با منظری کارشناسانه دارند، به همین دلیل باید نقش تأثیر گذارتری را در حاکمیت شرکتی نسبت به افراد جزء ایفا نمایند (شریفی، ۱۳۹۲). طبق تئوری نمایندگی مالکان یا سهامداران که با هدف کسب حداکثر بازده در مقابل ریسک معقول در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند از طریق انتقال فرد یا افرادی به عنوان مدیر یا مدیران شرکت اهداف خود را دنبال می‌کنند (جعفری سرشت، ۱۳۸۹). سهامداران نهادی شرکت‌ها را برای

پرداخت سود سهام بیشتر تحت فشار قرار می‌دهند. زیرا آن‌ها معتقدند که افراد درون سازمانی ممکن است وجه نقد در اختیار شرکت را به هدر دهند، لذا آن‌ها پرداخت سود سهام را به نگهداری وجه نقد ترجیح می‌دهند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶)^{۱۵}. به طور کلی می‌توان اذعان نمود که در شرکت‌های سرمایه‌پذیر، ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهامشان تأثیر به‌سزایی خواهد داشت. براین اساس شرکت‌های سرمایه‌گذاری که بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر را خریداری نموده‌اند، بر نقدشوندگی و قیمت سهام آن‌ها تأثیر گذار خواهند بود. این شرکت‌ها که به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت می‌کنند و دارای پرتوی متنوعی هستند، می‌توانند دارای مزیت عمده‌ای از شرکت‌های دیگر باشند. به منظور آزمون فرضیه تحقیق، مدل رگرسیون به روش داده‌های تابلویی (نوع مدل اثرات ثابت) برآورد گردید که نتایج تخمین مدل، در جدول (۸) ارائه گردیده است. با استفاده از آزمون t معنی داری ضریب برآوردی متغیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاکی از معنی داری ضریب برآوردی متغیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. همچنین آماره F نشان می‌دهد که کل مدل برآوردی معتبر است. در حالت کلی در سطح اطمینان ۹۵٪ نتایج نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به عبارت دیگر، بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد یعنی با افزایش درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد. رابطه معکوس بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده و نقدشوندگی سهام در تأیید فرضیه کژگزینی (انتخاب نادرست) به دست آمده است. افزایش درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده باعث تمرکز اطلاعات شرکت در دست این سهامداران عمده شده و موجب تحمل ریسک کژگزینی بر سایر سهامداران می‌شود و این امر نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد. تاکنون تحقیقی که به طور خاص تأثیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده بر نقدشوندگی سهام را بررسی کند انجام نشده است ولی در زمینه تأثیر سطح مالکان نهادی و تمرکز مالکان نهادی بر نقدشوندگی سهام تحقیقات زیادی انجام شده است لذا ما فقط نتایج تحقیق حاضر را با تحقیقات صورت گرفته در زمینه تأثیر مالکان نهادی بر نقدشوندگی سهام بررسی می‌کنیم. نتایج تحقیق رضاپور (۱۳۸۹) نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام با میزان مالکیت نهادی رابطه مثبت و مستقیم و با تمرکز مالکیت نهادی رابطه منفی و معکوس دارد. اگر اوال (۲۰۰۸)^{۱۶} در پژوهش نشان داد که در سطوح مالکیت بیش از ۳۵ تا ۴۰ درصد، شکاف‌ها به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش یافته و رابطه مالکیت نهادی با نقدشوندگی مثبت خواهد شد. نتایج بررسی روبین

(۲۰۰۷)^{۱۷} نیز بیانگر رابطه معکوس بین تمرکز مالکیت نهادی و معیارهای معاملاتی و اطلاعاتی نقدشوندگی سهام است. به طور خلاصه اگر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به سهامدار عمده را معیاری برای تمرکز مالکیت در نظر بگیریم نتایج این تحقیق با پژوهش‌های انجام شده توسط رضاپور (۱۳۸۹)، اگاروال (۲۰۰۸) و روبین (۲۰۰۷) مطابقت دارد. در این راستا، با توجه به یافته‌های این تحقیق به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود هنگام تصمیم‌گیری در خصوص نقدشوندگی سهام، علاوه بر توجه به سایر عوامل، به آثار ساختار مالکیت به ویژه درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نیز توجه کنند و تأثیر درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام شرکت را در نظر بگیرند تا بدین وسیله ریسک عدم نقدشوندگی پورتنفوی سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند. همچنین نتایج حاصل از تخمین مدل تحقیق نشان می‌دهد که سودآوری شرکت بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت دارد در حالی که، قیمت هر سهم بر نقدشوندگی سهام تأثیر منفی دارد. به عبارت دیگر، با افزایش سودآوری شرکت، نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد در حالی که، با افزایش قیمت هر سهم، نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد. لذا با توجه به این نتایج به فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود در هنگام ارزیابی نقدشوندگی سهام شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به سودآوری و قیمت هر سهم شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند. در انتها به منظور انجام بررسی‌های آتی در ارتباط با این تحقیق، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

- ۱) در این تحقیق به منظور اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از معیار دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده گردید پیشنهاد می‌شود به منظور بررسی از سایر معیارهای نقدشوندگی (مانند: تعداد دفعات معاملات، درصد سهام شناور آزاد، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود، نسبت عدم نقدشوندگی آمیوست، رتبه نقدشوندگی و ...) استفاده شود.
- ۲) در این تحقیق فقط تأثیر یکی از اجزای مالکان نهادی یعنی درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام بررسی شد. پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر اجزای مالکان نهادی (یعنی، درصد مالکیت شرکت‌های بیمه، درصد مالکیت بانک‌ها و درصد مالکیت صندوق‌های بازنشستگی) به طور جداگانه بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳) بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر به تفکیک نوع صنعت و اندازه شرکت.

فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۴)، "تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت
- ۲) احمدیان، احمد، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در دوره‌های رونق و رکود"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
- ۳) اسلامی بیدگلی، غلامرضا و علیرضا سارنج، (۱۳۸۷)، "انتخاب پرتوی با استفاده از سه معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۶-۳
- ۴) اسلامی میلانی، پریسا، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه میان عملکرد پرتوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری با بازده سهام آن‌ها"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۵) بادآور نهندی، یونس، مهدی زینالی و اژدر ملکی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال چهارم، شماره ۵، صص ۹۸-۸۹.
- ۶) بنی مهد، بهمن، مهدی مراد زاده فرد و علی یعقوب ناصح، (۱۳۹۳)، "مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره ۹.
- ۷) -پفریدنیا، مهرداد، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و کیفیت افشاء"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۸) جونز، چارلز پی، (۱۳۸۸)، "مدیریت سرمایه‌گذاری"، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، انتشارات نگاه دانش، تهران، چاپ پنجم، نشر اصلی ۱۹۴۳.
- ۹) جعفری سرشت، داود، (۱۳۸۹)، "بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه"، سازمان بورس اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی،
- ۱۰) جهانشاد، آریتا و داود شعبانی، (۱۳۹۴)، "تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره هفتم، شماره ۲۷، صص ۳۹-۵۶

- ۱۱) داداش پور، حافظ، (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط بین نقدشوندگی دارایی‌ها و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب، دانشکده علوم انسانی، گروه مدیریت.
- ۱۲) زارع استخریج، مجید، (۱۳۸۱)، "بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع)، دانشکده مدیریت.
- ۱۳) ستایش، محمد حسین و محسن صالحی نیا، (۱۳۹۳)، "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان نقد آزاد، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره هفتم، شماره ۲۵، صص ۱۵-۳۲
- ۱۴) شریفی، آرمین، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با سیاست‌های مالی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات مازندران، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- ۱۵) صفی‌خانی، فهیمه، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات مالی با نقدشوندگی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۱۶) علوی طبری، سیدحسین و حدیثه حاجی مراد خانی، (۱۳۹۴)، "رابطه کیفیت حسابرسی و نقدشوندگی سهام"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، مقاله ۶، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۹۲-۱۱۰
- ۱۷) علیجانی، طناز، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه میان مدیریت سود با نقدشوندگی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۱۸) علی پور کاشی، مهدی، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر فروش خارجی و مالکیت نهادی بر ارزش شرکت‌ها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی علوم تحقیقات آیت ... آملی، گروه حسابداری و مدیریت.
- ۱۹) فبوزی، فرانک و مایکی فرانکو فری، (۱۳۸۹)، "مبانی بازارها و نهادهای مالی"، ترجمه دکتر حسین عبده تبریزی، انتشارات آگاه، چاپ اول تهران، صص ۱۹۶-۱۹۵، نشر اصلی ۱۹۴۸.
- ۲۰) معدنی، (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط توانایی مدیران، اندازه شرکت، مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام شرکتها با میزان نقد شوندگی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، دانشکده علوم اقتصادی، دانشکده حسابداری و مدیریت.

۲۱) محمدی، کاظم، (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ترکیب سهامداران حقیقی و حقوقی شرکت‌ها بر حجم مبادلات و نقد شونده‌گی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و حسابداری.

۲۲) ملکی، صادق، (۱۳۹۱)، "بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه با نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" (مطالعه موردی شرکت‌های گروه خودرو سازی سایپا)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی اسلامشهر، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری.

۲۳) منصوری، کلتوم، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی علوم تحقیقات آیت ... آملی، گروه حسابداری و مدیریت.

۲۴) مهدوی راد، مهدی، (۱۳۹۱)، "بررسی رفتار توده وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی تهران شمال، دانشکده مدیریت و حسابداری.

۲۵) نصیری، حسن، (۱۳۹۳)، "مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر ریسک ورشکستگی ناگهانی و همزمانی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری.

۲۶) یعقوب نژاد، احمد، فریدون رهنمای رودپشتی و علی ذبیحی، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، فصل نامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۱۵۳-۱۷۳.

- 27) Asli Ascioğlu, Shantaram p, Hegde, Gopal V, Krishnan, John B, Mc Dermott, (2012), "Earnings Management and Market Liquidit Quant Finance", Acc 38, PP. 257-254
- 28) Attig, N.Fong, W, M. Gadhoun, y. and Lang, L, h, p. (2006), "Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity".
- 29) Biack, B, Love, I, Rachinsky A, (2006), "Corporate Governance Indices and Firms Market Values: Time Series Evidence from Russia", Emerging Markets Review, Vol.7, PP. 361-379.
- 30) Connelly J. T., Limpaphayom P., and Nagarajan, N,J., (2012), "Form Versus Substance: The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Firm Value in Thailand", Journal of Banking & Finance 36 PP. 1722-1743
- 31) Charles Cao and Lubomir Petrsek, (2014), "Liquidity Risk and Stitutional Ownership", Journal of Financial Markets, Forthcoming.
- 32) Demsetz,H., (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", Journal of Law and Economics, Vol.26, PP. 375-390.

- 33) Jensen MC, Meckling W, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3, PP. 305–36
- 34) Qaiser Rafique Yasser and Abdullah Al Mamun, (2015), "Effects of Ownership Concentration on
- 35) Firm Performance, PAGE 162 Journal of Asia Business Studies vol. 9 No. 2, 2015, PP. 162-176,
- 36) Ruiz-Mallorqu, M,V,. and Santana-Martin, D, J.(2011), "Dominant Institutional Owners and Firm Value", Journal of Banking & Finance, Vol.35, PP. 118–129.
- 37) Rubin, A. (2007), "Ownership Concentration and Liquidity", Journal of Financial Markets, issue 3, PP. 219– 248.
- 38) Sarin A, Shastri K, (2000), "Ownership Structure and Stock Market Liquidity", Working paper, Santa Clara University

یادداشت‌ها

¹ Rubin

² Breadth

³ Thin

⁴ Sarin et al

⁵ Demsetz

⁶ Ruiz and Santana

⁷ Connelly et al

⁸ Ascioğlu et al

⁹ Charles Cao and Lubomir

¹⁰ Qaiser and Abdullah

¹¹ Rabin

¹² Attig et al

¹³ Breusch– Pagan- Godfrey

¹⁴ Variance Inflation Factor (VIF)

¹⁵ Jensen and Meckling

¹⁶ Agarwal

¹⁷ Rubin