



دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی (M.A)

موضوع

بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های

پیشین در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما

دکتر علی سعیدی

استاد مشاور

دکتر محمد خدائی وله زاقرد

نگارنده

ام البنین دادار

زمستان ۱۳۸۸

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
چکیده	۱
فصل اول - کلیات تحقیق	
۱-۱- مقدمه	۳
۱-۲- بیان مساله	۴
۱-۳- سوابق و پیشینه تحقیق	۷
۱-۴- اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق	۸
۱-۴-۱- اهمیت تحقیق از نظر مدیران اجرایی و ضرورتهای سازمانی	۸
۱-۵- اهداف تحقیق	۱۰
۱-۶- سؤال تحقیق	۱۱
۱-۷- چارچوب نظری	۱۱
۱-۷-۱- تعریف نقدشوندگی	۱۱
۱-۷-۲- ابعاد نقدشوندگی	۱۲
۱-۷-۲-۱- وسعت	۱۲
۱-۷-۲-۲- عمق	۱۲
۱-۷-۲-۳- فوریت	۱۲
۱-۷-۲-۴- ارتجاع پذیری	۱۲
۱-۸- مدل مفهومی تحقیق	۱۳
۱-۹- فرضیه تحقیق	۱۴
۱-۱۰- روش تحقیق	۱۴
۱-۱۱- قلمرو مکانی تحقیق	۱۵
۱-۱۲- قلمرو زمانی	۱۵
۱-۱۳- روش نمونه گیری	۱۵
۱-۱۴- ابزار گردآوری داده ها	۱۶
۱-۱۵- روش ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده ها	۱۶
۱-۱۶- تعریف واژه ها و اصطلاحات	۱۷

فصل دوم - ادبیات و پیشینه تحقیق

۲-۱- بخش اول

- ۲۱-۱-۲- نقش و جایگاه نقدشوندگی در بازارهای مالی..... ۲۱
- ۲۱-۱-۲- تعریف نقدشوندگی و مفاهیم مرتبط با آن..... ۲۲
- ۲۱-۱-۳- معیارهای نقدشوندگی..... ۲۲
- ۲۱-۱-۳-۱- معیارهای مبتنی بر هزینه مبادله..... ۲۳
- ۲۱-۱-۳-۲- معیارهای مبتنی بر حجم معاملات..... ۲۴
- ۲۱-۱-۳-۳- معیارهای مبتنی بر اثر بازار..... ۲۵
- ۲۱-۱-۳-۴- معیارهای مبتنی بر قیمت تعادلی..... ۲۶
- ۲۱-۱-۴- قدرت نقدشوندگی..... ۲۶
- ۲۱-۱-۵- رتبه نقدشوندگی..... ۲۹
- ۲۱-۱-۶- ریسک نقدشوندگی..... ۳۲
- ۲۱-۱-۷- بررسی رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران..... ۴۱
- ۲۱-۱-۸- نقش بازارگردان‌ها در افزایش نقدشوندگی سهام..... ۴۲
- ۲۱-۱-۹- نقش سهام شناور در نقدشوندگی سهام..... ۴۸

۲-۲- بخش دوم

- ۲-۲-۱- پیشینه تحقیق..... ۵۲

فصل سوم - روش‌شناسی تحقیق

- ۳-۱- مقدمه..... ۵۸
- ۳-۲- روش تحقیق..... ۵۸
- ۳-۳- قلمرو تحقیق..... ۶۱
- ۳-۳-۱- قلمرو مکانی..... ۶۱
- ۳-۳-۲- قلمرو زمانی..... ۶۲
- ۳-۳-۳- قلمرو موضوعی تحقیق..... ۶۲
- ۳-۴- روش نمونه‌گیری و تعیین حجم نمونه..... ۶۲
- ۳-۵- ابزار جمع‌آوری داده‌های تحقیق..... ۶۳

۶۳.....	۳-۶- مقیاس ابزار اندازه گیری تحقیق.....
۶۴.....	۳-۷- متغیرهای کلی تحقیق.....
۶۴.....	۳-۷-۱- متغیر مستقل.....
۶۴.....	۳-۷-۲- متغیر وابسته.....
۶۴.....	۳-۷-۳- متغیر کنترل.....
۶۵.....	۳-۸- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها.....
۶۶.....	۳-۸-۱- داده‌های تحقیق.....
۶۷.....	۳-۹- روش‌های بکار رفته برای بررسی مفروضات آزمون.....
۶۷.....	۳-۹-۱- آزمون شکل توزیع متغیرهای مورد مطالعه.....
۶۷.....	۳-۹-۲- بررسی رابطه خطی بین متغیرهای مورد استفاده.....
۶۸.....	۳-۹-۳- مدل رگرسیون خطی چندگانه.....
۶۸.....	۳-۱۰- روش‌های بکار رفته برای آزمون فرضیه‌های تحقیق.....
۶۸.....	۳-۱۰-۱- آزمون همبستگی پیرسون.....
۶۹.....	۳-۱۰-۲- تحلیل رگرسیون.....
۶۹.....	۳-۱۰-۲-۱- آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون.....
۷۰.....	۳-۱۰-۳- تشکیل الگو برای داده‌های تلفیقی (مقطعی _ سری زمانی).....
۷۰.....	۳-۱۰-۳-۱- مزیت استفاده از داده‌های تلفیقی نسبت به سری‌های زمانی و داده‌های مقطعی.....
۷۲.....	۳-۱۰-۴- آزمون دورین- واتسون.....
۷۳.....	۳-۱۰-۵- آزمون مانایی.....
۷۳.....	۳-۱۰-۶- آزمون دیکي فولر.....
۷۵.....	۳-۱۰-۷- آزمون تصحیح وایت.....
۷۵.....	۳-۱۱- شروط رد فرضیه‌های صفر بر اساس قاعده نرم‌افزاری.....

فصل چهارم - تجزیه و تحلیل داده‌ها

۷۷.....	۴-۱- مقدمه.....
۷۸.....	۴-۲- توصیف داده‌های تحقیق.....

- ۷۹-۲-۱- توصیف متغیرهای تحقیق شرکت‌های با حداقل ۱۸ ماه معامله.....
- ۷۹-۲-۲- توصیف متغیرهای تحقیق شرکت‌های با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه تعطیلی
- ۸۱- پیایی.....
- ۸۳-۳- آزمون شکل توزیع و بررسی رابطه خطی متغیرهای تحقیق.....
- ۸۷-۴- آزمون فرضیه‌های تحقیق.....
- ۸۷-۴-۱- فرضیه اول تحقیق.....
- ۸۷-۴-۱-۱- بررسی رابطه همبستگی بین نقدشوندگی سهام و وقفه‌های زمانی گذشته.....
- ۸۸-۴-۱-۱-۱- آزمون ضریب همبستگی داده‌های شرکتی دارای حداقل ۱۸ ماه معامله.....
- ۸۸-۴-۱-۱-۲- آزمون ضریب همبستگی داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه وقفه پیایی.....
- ۸۹-۴-۱-۲- بررسی تأثیر وقفه‌های زمانی گذشته نقدشوندگی سهام بر نقدشوندگی سهام زمان مورد نظر.....
- ۹۰-۴-۱-۲-۱- آزمون تحلیل رگرسیون داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله.....
- ۹۰-۴-۱-۲-۲- آزمون تحلیل رگرسیون داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه وقفه پیایی.....
- ۹۲-۴-۲- فرضیه دوم تحقیق.....
- ۹۳-۴-۲-۱- بررسی رابطه همبستگی بین نقدشوندگی پیش‌بینی شده و نقدشوندگی محاسبه شده سهام به روش آمیهود.....
- ۹۴-۴-۲-۱-۱- آزمون ضریب همبستگی داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله.....
- ۹۴-۴-۲-۱-۲- آزمون ضریب همبستگی داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه وقفه پیایی.....
- ۹۵-۴-۵- بررسی دقت پیش‌بینی رگرسیون و معنی‌داری ضرایب.....
- ۹۸-۴-۶- سایر یافته‌های تحقیق.....
- ۹۸-۴-۷- نتایج آزمون مانایی.....
- ۹۸-۴-۷-۱- آزمون مانایی داده‌های نمونه ۲۴۲ شرکت دارای حداقل ۱۸ ماه معامله.....
- ۹۸-۴-۷-۲- آزمون مانایی داده‌های نمونه ۱۳۹ شرکت دارای حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه وقفه پیایی.....
- ۹۹-۴-۷-۲- آزمون مانایی داده‌های نمونه ۱۳۹ شرکت دارای حداقل ۱۸ ماه معامله بدون ۳ ماه وقفه پیایی.....

فصل پنجم - نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۱۰۲	۵-۱- مقدمه.....
۱۰۲	۵-۲- نتایج حاصله از فرضیه‌های تحقیق.....
۱۰۳	۵-۲-۱- فرضیه اول تحقیق.....
۱۰۳	۵-۲-۱-۱- نتیجه آزمون فرضیه اول.....
۱۰۳	۵-۲-۲- فرضیه دوم تحقیق.....
۱۰۳	۵-۲-۲-۱- نتیجه آزمون فرضیه دوم.....
۱۰۴	۵-۳- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری کلی.....
۱۰۴	۵-۴- محدودیت‌های تحقیق.....
۱۰۵	۵-۵- پیشنهادات کاربردی- مدیریتی.....
۱۰۵	۵-۵-۱- ارائه پیشنهاد برای افزایش نقدشوندگی سهام.....
۱۰۶	۵-۶- عناوین تحقیقات بعدی.....

منابع و مأخذ

۱۰۸	منابع فارسی.....
۱۰۹	منابع انگلیسی.....
۱۰۹	منابع سایتی.....
۱۱۶	چکیده انگلیسی.....

پیوست‌ها

۱۱۱	پیوست ۱- لیست ۵۰ شرکت برتر از لحاظ رتبه نقدشوندگی (بهار ۸۸).....
	پیوست ۲- نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای مورد مطالعه تحقیق بر
۱۱۲	اساس داده‌های ۲۴۲ شرکت.....
	پیوست ۳- نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای مورد مطالعه تحقیق بر

- ۱۱۳..... اساس داده‌های ۱۳۹ شرکت.....
- پیوست ۴- آزمون تحلیل رگرسیون داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله بعلاوه
- ۱۱۴..... متغیر سهام شناور آزاد.....
- پیوست ۵- آزمون تحلیل رگرسیون داده‌های شرکتی با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون
- ۱۱۵..... ۳ ماه وقفه پیاپی بعلاوه متغیر سهام شناور آزاد.....

جداول

- جدول ۱-۴: شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه تحقیق
- ۷۹..... بر اساس داده‌های ۲۴۲ شرکت.....
- جدول ۲-۴: شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه تحقیق
- ۸۱..... بر اساس داده‌های ۱۳۹ شرکت.....
- جدول ۳-۴: نتایج آزمون کالموگروف- اسمیرنف برای بررسی توزیع متغیرهای تحقیق.....
- ۸۴.....
- جدول ۴-۴: نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای مورد مطالعه تحقیق
- ۸۸..... بر اساس داده‌های ۲۴۲ شرکت.....
- جدول ۵-۴: نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای مورد مطالعه تحقیق
- ۸۹..... بر اساس داده‌های ۱۳۹ شرکت.....
- جدول ۶-۴: نتایج تحلیل رگرسیون ترکیبی متغیرهای مستقل و وابسته با عرض
- ۹۱..... از مبدأ مشترک بر اساس داده‌های ۲۴۲ شرکت.....
- جدول ۷-۴: نتایج تحلیل رگرسیون ترکیبی متغیرهای مستقل و وابسته با عرض
- ۹۳..... از مبدأ مشترک بر اساس داده‌های ۱۳۹ شرکت.....
- جدول ۸-۴: نتیجه آزمون رابطه بین نقدشوندگی پیش‌بینی شده و نقدشوندگی محاسبه
- ۹۵..... شده به روش آمیهود بر اساس داده‌های ۲۴۲ شرکت.....
- جدول ۹-۴: نتیجه آزمون رابطه بین نقدشوندگی پیش‌بینی شده و نقدشوندگی محاسبه
- ۹۶..... شده به روش آمیهود بر اساس داده‌های ۱۳۹ شرکت.....

- جدول ۱۰-۴: نتایج آزمون مانایی داده‌های نمونه ۲۴۲ شرکت دارای حداقل ۱۸ ماه
 معامله..... ۹۹
- جدول ۱۱-۴: نتایج آزمون مانایی داده‌های نمونه ۱۳۹ شرکت دارای حداقل ۱۸ ماه
 معامله بدون ۳ ماه وقفه پیاپی..... ۱۰۰

نمودارها

- نمودار ۱-۴: مجموعه نمودار توزیع متغیرهای مورد مطالعه شرکت‌های با حداقل
 ۱۸ ماه معامله..... ۸۰
- نمودار ۲-۴: مجموعه نمودار توزیع متغیرهای شرکت‌های با حداقل ۱۸ ماه معامله بدون
 سه ماه تعطیلی پیاپی..... ۸۲
- نمودار ۳-۴: نمودار پراکنش متغیرهای مورد مطالعه براساس داده‌های ۱۸ ماه معامله..... ۸۵
- نمودار ۴-۴: نمودار پراکنش متغیرهای تحقیق براساس داده‌های ۱۸ ماه معامله بدون
 سه ماه تعطیلی پیاپی..... ۸۶

چکیده

تسهیل، تسریع و کاهش هزینه در فرایند تبدیل دارایی مالی به وجه نقد و برعکس یعنی تبدیل وجه نقد به دارایی مالی، یکی از کارکردهای مهم بازارهای مالی و به ویژه بورس اوراق بهادار می باشد که از این ویژگی به نقدشوندگی یاد می شود. نقدشوندگی، قابلیت خرید و فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار به سرعت و با تأثیر بسیار اندک در قیمت است. این ویژگی هم در بعد بازار و هم در بعد فردی اوراق بهادار از موضوعات مورد توجه محققین طی چند دهه اخیر بوده است. در این تحقیق برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات لازم برای کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره چهار ساله (۱۳۸۴ الی ۱۳۸۷) به صورت داده های ترکیبی گردآوری گردید. در این تحقیق وجود ارتباط تا ۶ وقفه مورد بررسی قرار گرفت که معنی داری بین شاخص نقدشوندگی سهام و شاخص نقدشوندگی سهام در وقفه های زمانی گذشته تأیید گردید و همچنین وجود رابطه مثبت بین شاخص نقدشوندگی پیش بینی شده سهام با شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمیهود مورد تأیید قرار گرفت.

فصل اول

کلیات تحقیق

نقدشوندگی^۱ یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع بشمار می‌آید. قابلیت نقدشوندگی، میزان نزدیکی دارایی مالی^۲ به پول نقد را بیان می‌کند. هر چند وجه نقد خود یکی از انواع دارایی‌های مالی بشمار می‌آید، اما با بقیه متفاوت است. از این جهت که وسیله نقل و انتقال سایر انواع دارایی‌ها می‌باشد. قابلیت نقدشوندگی یک دارایی مالی از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می‌شود. به این ترتیب وجه نقد از لحاظ قابلیت نقدشوندگی در ردیف اول و سایر دارایی‌های مالی در درجات بعدی قرار می‌گیرند. اوراق بهادار قابل معامله را می‌توان از طریق فروش کافی در بازار در هر زمان به وجه نقد تبدیل کرد، اما تضمین در قبال زیان وجود ندارد. از میان تمام انواع ابزارهای مالی موجود در بازارهای مالی، ابزارهای بازار پول از بالاترین قابلیت نقدشوندگی برخوردارند و این از کوتاه‌مدت بودن و ریسک کمتر و پایداری آن ناشی می‌شود. به همین دلیل بازارهای پولی به عنوان بازارهایی که ابزارهای مورد معامله آن، در واقع جایگزین پول نقد به حساب می‌آیند، مشهورند.

پول نماد جهانی معامله است، که با دریافت افزایش و با پرداخت کاهش می‌یابد. در عین حال نگهداری وجه نقد، بدون هزینه نمی‌باشد. اولین هزینه، هزینه فرصت درآمدی است که اگر وجه نقد با دارایی مالی جایگزین می‌شد، عاید می‌گردید. این هزینه فرصت، محرک قدرتمندی است در نگهداری کمترین مقدار پول نقد. با تخصیص مقداری از ثروت به ابزارهای بازار پول، سرمایه‌گذار ریسک خسارات ناشی از نگهداری مقادیر اندک از پول نقد را کاهش می‌دهد. در این حال هزینه

^۱ - Liquidity

^۲ - Financial asset

فرصت یاد شده را نیز متحمل نمی‌شود. این ابزارها تنها از طریق یک تلفن به کارگزار^۱ مربوطه و پرداخت کارمزد وی به پول نقد تبدیل می‌شوند. اما منافع حاصل از نگهداری ابزارهای بازار پول از منافع مشابه در بازار سرمایه کمتر است، چرا که سرمایه‌گذاری در این بازار انتظار صرف بیشتر در ازای قابلیت نقدشوندگی کمتر را دارد.

با این تفاسیر یکی از مهمترین کارکردهای بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، افزایش قابلیت نقدشوندگی دارایی‌های مالی و کاهش صرف ریسک^۲ مربوط به نقدشوندگی می‌باشد. بازارهای مالی از یکسو از طریق فراهم آوردن امکان ترکیب ابزارهای بازار پول^۳ و سرمایه، ضمن تخصیص بهینه، دسترسی به پول نقد را تسهیل می‌نمایند و از سوی دیگر از طریق بهبود ساز و کارها و وضع مقررات، فضای بازار اوراق بهادار را به محیطی امن و جذاب برای آحاد جامعه تبدیل می‌کند تا از این طریق وجوه مردم به صحنه تولید راه یابد و از طرفی صحنه تولید آبیاری شود و از طرفی آحاد مردم از سود فعالیت‌های تولیدی منتفع گردند. همه اینها امکان‌پذیر است اگر برخی شرایط فراهم شود و از جمله نقدشوندگی سهام بالا باشد.

۱-۲- بیان مساله

نقدشوندگی یکی از دغدغه‌های کسانی است که اقدام به معامله سهام می‌کنند یا زیرساخت‌های معاملاتی را مدیریت می‌نمایند. تسهیل و تسریع و کاهش هزینه در فرایند تبدیل به نقد دارایی‌های مالی و برعکس یعنی تبدیل وجه نقد به دارایی مالی، یکی از کارکردهای مهم بازارهای مالی و به

^۱ - Broker

^۲ - Risk Premium

^۳ - Money Market

ویژه بورس اوراق بهادار می‌باشد، از این ویژگی به نقدشوندگی یاد می‌شود. نقدشوندگی، قابلیت خرید و فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار به سرعت و با تأثیر بسیار اندک در قیمت است. این ویژگی هم در بعد بازار و هم در بعد فردی اوراق بهادار از موضوعات مورد توجه محققین طی چند دهه اخیر بوده است. یکی از مهمترین شاخص‌ها در بررسی وضعیت بازار از حیث قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن می‌باشد. بالا بودن میزان نقدشوندگی در یک بورس نشان‌دهنده موفقیت آن بازار در شفاف‌سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت‌های اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنها می‌باشد.

سهام دارای قابلیت نقدشوندگی بالا، طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری دارد چرا که دارای سرعت تبدیل به نقد بالا است، بنابراین سرمایه‌گذاران به دلیل داشتن ماهیت ریسک‌گریزی^۱ سعی در انتخاب سهامی دارند که قابلیت نقدشوندگی بالایی^۲ داشته باشد تا در مواقع لزوم عمل معامله را با سرعت بالا و در زمان کم و با کمترین تغییر قیمت انجام دهند که در این صورت انجام پیش‌بینی میزان نقدشوندگی یک سهم با استفاده از اطلاعات مربوط به میزان نقدشوندگی ماههای قبل آن، بسیار مفید خواهد بود.

مساله نقدشوندگی سهام بورس تهران که به دلیل فقدان ساز و کارهای فراهم آورنده نقدشوندگی، در ردیف بورس‌های غیر نقد جهان قرار می‌گیرد، یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران است. از سوی دیگر محدودیت‌های موجود بر سر راه مطالعه نقدشوندگی در بازار بورس تهران، ما را به سمت مطالعه قابلیت نقدشوندگی سهام در بعد عرضه (قابلیت تبدیل به نقد دارایی مالی)، سوق می‌-

1 - Risk Averse Investors

2 - High Liquidity

دهد. تحقیقات نشان می‌دهد در بورس اوراق بهادار تهران به ویژه در میان شرکت‌های فعال، جذابیت و قابلیت نقدشوندگی سهام از میان ویژگی‌های فردی سهام در درجه اول تا حد زیادی با حجم معاملات سهام و در درجه دوم با ارزش شرکت که در واقع نشان‌دهنده عمق بازار سهام شرکت می‌باشد، مرتبط است. این ارتباط بدین ترتیب است که سرمایه‌گذاران نسبت به خرید سهام شرکت‌هایی که ارزش ریالی معاملات روزانه آنها بالاتر است و یا از ارزش کل بالاتری برخوردارند، رغبت بیشتری نشان می‌دهند. لذا سهام این قبیل شرکت‌ها معمولاً از قابلیت نقدشوندگی بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار می‌باشند.

در این تحقیق پژوهشگر با استناد به آخرین تحقیقات انجام شده در این حوزه به طرح این سؤال پرداخته که آیا می‌توان در بورس اوراق بهادار تهران با اتکاء به تعداد سهام مبادله شده و کل سهام منتشره توسط شرکت به تعریف شاخص نقدشوندگی پرداخت و با وقفه‌های گذشته، معادله‌ای برای پیش‌بینی قابلیت نقدشوندگی سهام ارائه کرد.

۳-۱- سوابق و پیشینه تحقیق

آمیهود (Amihud, ۲۰۰۲) با ارائه مدلی، معیاری برای عدم نقدشوندگی^۱ تعریف می‌نماید. او در تحقیق خود نقدشوندگی را سهولت خرید و فروش سهم بدون تغییر در قیمت سهم تعریف می‌کند و با تقسیم بازده روزانه بر تعداد معاملات روزانه معیار عدم نقدشوندگی را بیان می‌نماید. این معیار نقدشوندگی برای بازارهایی مناسب است که فاقد زیر ساخت‌های کلان بازار سرمایه هستند و بازار توسعه یافته‌ای ندارند.

$$ILLIQ_{i,d} = \frac{R_t}{Vol_{i,d}}$$

بنا به این مدل، اگر حجم معاملات سهمی پایین باشد یا در طی یک دوره زمانی مشخص، تعداد روزهای معاملاتی آن کم باشد، در نتیجه آن سهم از نقدشوندگی پایینی برخوردار است.

مورتال و لیسپون (Lipson & Mortal , ۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه و نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها در ایالت امریکا پرداختند. آنها در این تحقیق به این نتیجه رسیدند، شرکت‌هایی که سهام آنها نقدشوندگی بیشتری دارند تمایل به استفاده از اهرم مالی پایین‌تر دارند. آنها همچنین دریافتند که افزایش نقدشوندگی با افزایش احتمال انتشار سهام توسط شرکت‌ها مرتبط است.

مجید زارع پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با موضوع بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران به راهنمایی دکتر علی بقایی در زمستان ۸۱ در دانشگاه امام صادق دفاع نمود. نتیجه این تحقیق نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران و در میان شرکت‌های فعال، قابلیت

1 - Illiquidity

نقدشوندگی سهام در درجه اول تا حد زیادی با حجم معاملات سهام و در درجه دوم با ارزش شرکت که در واقع نشان‌دهنده عمق بازار سهام شرکت است، مرتبط می‌باشد.

بابک باقری مهماندوستی پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با موضوع بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به راهنمایی دکتر محمدحسن اردبیلی در بهمن ۸۶ در دانشگاه شهید بهشتی دفاع نمود. در این تحقیق ضمن تبیین مفهوم نقدشوندگی، با استفاده از داده‌های ترکیبی ۵۳ شرکت برگزیده و دارای شرایط، در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۷۹ الی ۸۵، ارتباط دو معیار نقدشوندگی سهام (نسبت گردش سهام و معیار آمیهود) با نسبت اهرمی با استفاده از تکنیک اقتصاد سنجی بررسی گردید.

۴-۱- اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق

اهمیت تحقیق حاضر از جنبه زیر است.

۴-۱-۱- اهمیت تحقیق از نظر مدیران اجرایی و ضرورت‌های سازمانی

اهمیت خاص تحقیق و تأثیر انجام تحقیق در حل مسائل بخش‌های مختلف و ایجاد تحول یا حل مشکلات مدیریتی سازمان‌ها می‌باشد. طبق تحقیق حاضر، بورس اوراق بهادار و نظام حاکم بر آن و نیز مقوله مدیریت سرمایه‌گذاری را می‌توان از طریق کسب دانش در خصوص توانایی پیش‌بینی شاخص نقدشوندگی سهام بهبود بخشید. فهم بهتر از این مقوله در عرصه بازار بورس، به افزایش اطمینان سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی انجامیده و سهامداران نیز دغدغه عدم دستیابی به نقدینگی در زمان مورد نظرشان را نخواهند داشت و نگران تشکیل صف‌های طولانی به خصوص در زمان

ریزش بازار نخواهند بود. سرمایه‌گذاران به دنبال سهامی نقدشونده هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دنبال سهامی با نقدشوندگی بالا هستند چون تضمین نقدشوندگی را به مشتریان خود داده‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که از آغاز به کار آنها در بازار سرمایه کشور، بیش از ۲ سال نمی‌گذرد، دارای ویژگی‌های منحصر به فردی هستند که پس از تصویب قانون مالیاتی مربوطه، تبعاً بخش عمده‌ای از بازار اوراق بهادار را به خود نسبت خواهند داد. این صندوق‌ها ابزاری بسیار ساده و امن برای سرمایه‌گذاران فردی است. از مهمترین ویژگی‌های آنها این است که دارندگان واحد سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در پایان هر روز می‌توانند به مدیر صندوق مراجعه کرده و واحد سرمایه‌گذاری را ابطال و وجه نقد خود را دریافت کنند. این ویژگی باعث می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری خود به نقدشوندگی سهام در کنار ریسک و بازده آن توجه خاصی داشته باشند. بنابراین صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دنبال شاخصی برای پیش‌بینی نقدشوندگی سهام به این منظور هستند.

بانک‌ها معمولاً به کارگزاران خط اعتباری داده و کارگزاران به پشتوانه آن، به مشتریان خود اعتبار خرید سهام می‌دهند. بانک‌ها سهام خریداری شده را به وثیقه نگهداری می‌کنند و مشتری بر اساس نوسانات قیمت سهام وثیقه، باید حساب خود را به روز کند. در صورت عدم به‌روز رسانی حساب وثیقه سرمایه‌گذار نزد بانک، بانک سهام وثیقه را به فروش می‌رساند. به این منظور بانک‌ها معمولاً لیستی از سهام را اعلام می‌کنند که حاضرند برای خرید آن اعتبار دهند. بنابراین بانک‌ها به دنبال شاخصی برای پیش‌بینی نقدشوندگی سهام به این منظور هستند.

پژوهشگر در این تحقیق، با آگاهی از اهمیت موضوع نقدشوندگی، سعی کرده تا با پاسخ به سؤال اصلی تحقیق، در راه افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به موضوع نقدشوندگی سهام در بورس تهران قدمی بردارد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بازارگردانان، سیدگردانان و سایر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار از جمله بهره‌ورانی هستند که می‌توانند از این شاخص استفاده لازم را ببرند.

علاوه بر این می‌توان به موارد زیر نیز در بیان اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق استناد کرد:

الف) افرادی که آشنایی کمتری با بازار سرمایه داشته و توانایی تجزیه و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری را ندارند، خواهند توانست از طریق این پیش‌بینی‌ها، از آسیب‌های ناشی از فقدان قابلیت نقدشوندگی سهام تا حدودی در امان بمانند.

ب) امکان رتبه بندی شرکت‌های فعال بورس از حیث قابلیت نقدشوندگی سهام فراهم می‌گردد.

۵-۱- اهداف تحقیق

وجود محدودیت نوسان از جمله حد نوسان پایین و قاعده حجم مبنا در اوراق بهادار تهران، منجر به ایجاد صف انتظار خرید یا فروش سهام برخی شرکت‌ها شده است. ریسک نقدشوندگی سهام یکی از ریسک‌های آشنا و مهار نشده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدیهی است آشنایی با اجزاء قابلیت نقدشوندگی و تشخیص میزان تأثیرپذیری آن، می‌تواند قدرت پیش‌بینی نقدشوندگی سهام را بالا برده و به سرمایه‌گذاران جزء و نهادی در انتخاب یک سهم با سرعت نقدشوندگی بالا و تحمل ریسک کمتر، کمک نماید. همچنین سبب اعتماد سهامداران یک شرکت می‌شود و توجه سرمایه‌گذاران را به خود معطوف می‌کند و بدین وسیله سبب افزایش جذب سرمایه می‌گردد. در کل هدف یافتن ارتباط

بین شاخص نقدشوندگی هر روز با وقفه‌های زمانی ماقبل آن است. البته ذکر این نکته ضروری است که پایین یا بالا بودن رتبه نقدشوندگی سهام به معنای خوب یا بد بودن سهم نیست، بلکه با در نظر گرفتن رتبه نقدشوندگی می‌توان از میزان سهولت معامله سهام آگاهی یافت.

۱-۶- سؤال تحقیق:

پژوهشگر در این تحقیق درصدد پاسخ به سؤال ذیل است تا بر اساس آن به ارائه مدلی جهت پیش-بینی قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد.

- ۱) آیا شاخص نقدشوندگی با وقفه‌های خود دارای ارتباط است (خود همبستگی وجود دارد؟)
- ۲) آیا میزان نقدشوندگی سهام در زمان t ام با اتکاء به داشتن میانگین وزنی نقدشوندگی $t-6$ وقفه زمانی قبل، قابل پیش‌بینی است؟

۱-۷- چارچوب نظری

۱-۷-۱- تعریف نقدشوندگی

نقدشوندگی به معنای توانایی خرید یا فروش یک دارایی موجود با هزینه‌ای پایین و بدون تأثیر قابل توجه بر روی قیمت آن دارایی می‌باشد.

۲-۷-۱- ابعاد نقدشوندگی

ابعاد نقدشوندگی شامل ابعاد وسعت^۱، عمق^۲، فوریت^۳ و ارتجاع پذیری^۴ می باشد.

۱-۲-۷-۱- وسعت اشاره دارد به یک نوع خاص از هزینه مبادله که به شکاف معروف است. سرمایه-

گذارهای نقدشونده تر هزینه های اجرایی پایین تر دارند.

۲-۲-۷-۱- عمق اشاره دارد به اندازه یک سرمایه گذاری مالی (برای مثال تعداد سهام، تعداد قرارداد) که

در یک قیمت معین قابل داد و ستد است.

۳-۲-۷-۱- فوریت، سرعتی را که با آن سفارش هایی با حجم معین در یک قیمت معین انجام می شوند

را اندازه گیری می نماید. هر چقدر که یک مبادله با سرعت بیشتر و بدون هزینه های اضافی انجام شود،

بهتر است.

۴-۲-۷-۱- ارتجاع پذیری نیز سرعتی را که قیمت ها، بعد از تغییر آنها در واکنش به مبادلات عمده

توسط معامله گران ناآگاه، به حالت اولیه باز می گردند را اندازه گیری می نماید.

این اصطلاحات منعکس کننده ابعاد مختلف نقدشوندگی می باشند که علاوه بر اینها باید به تعدادی

عوامل کیفی که نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار می دهند، نیز توجه کرد. این عوامل از ساختار خرد

بازار و اجرای سیاست های مالی بانک مرکزی گرفته تا ریسک های موجود در پرداخت سیستم های

تسویه و تهاتر اوراق بهادار دسته بندی می شوند. علاوه بر این، درک ساختار خرد بازار هنگامی که

^۱- Breadth

^۲- Depth

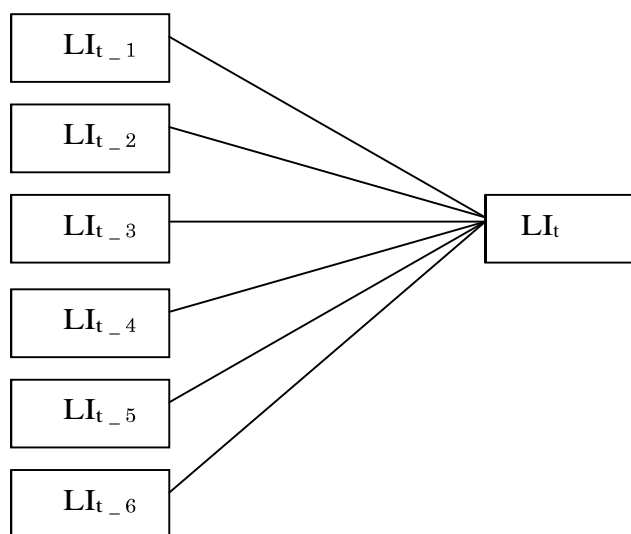
^۳- Immediacy

^۴- Resiliency

متغیرهایی مانند شکاف قیمت خرید- فروش و نسبت گردش سهام^۱ به عنوان شاخصه‌های نقدشوندگی بکار می‌روند، اهمیت دارد.

۸-۱- مدل مفهومی تحقیق

مدل مفهومی تحقیق، مطابق با چارچوب نظری تحقیق است که نشان‌دهنده روابط بین متغیرهاست.



متغیر مستقل

متغیر وابسته

در این مدل LI_t میزان نقدشوندگی سهام در زمان t و $LI_{t-1}, LI_{t-2}, \dots, LI_{t-6}$ میزان نقدشوندگی سهام در وقفه‌های زمانی گذشته است. شاخص نقدشوندگی به عنوان یک متغیر وابسته بکار می‌رود

^۱- Turnover Ratio

که هدف پیش‌بینی تغییرپذیری در آن است و تعداد وقفه‌های زمانی ماههای گذشته به عنوان متغیرهای مستقل بکار می‌روند که ممکن است روی متغیر وابسته اثر مثبت یا منفی بگذارند.

۹-۱- فرضیه تحقیق

برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران، به دنبال مجموعه‌ای از متغیرها در کنار هم هستیم تا بتوان رابطه نقدشوندگی را پیش‌بینی نمود. بنابراین فرضیات تحقیق به صورت زیر بیان شده است.

۱- بین نقدشوندگی سهام در زمان جاری و نقدشوندگی سهام در وقفه‌های زمانی گذشته سهام رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد.

۲- بین شاخص نقدشوندگی پیش‌بینی شده سهام (LI_t) و شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمیهود (LI_A) رابطه مثبت وجود دارد.

۱۰-۱- روش تحقیق

روش تحقیق حاضر بر حسب هدف تحقیق، از نوع کاربردی و بر حسب روش تحقیق از نوع همبستگی^۱ است.

^۱ - Corelation

۱۱-۱- قلمرو مکانی تحقیق

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱ می‌باشد که طی سالهای ۸۷-۸۴ هجری شمسی فعالیت داشته‌اند.

۱۲-۱- قلمرو زمانی

از نظر زمانی تحقیق حاضر از سال ۸۴ تا ۸۷ به طول انجامیده است. محدود نمودن دوره این تحقیق به یک فاصله زمانی چهار ساله، از آن جهت است که ضمن بهره‌گیری از یک فاصله زمانی قابل قبول جهت آزمون فرضیات، از طولانی‌شدن دوره تحقیق که شائبه عدم همسانی شرایط اقتصادی در دوره تحقیق را به دنبال دارد، پرهیز شود.

۱۳-۱- روش نمونه‌گیری

در این تحقیق برای بالا بردن افزایش دقت، کل جامعه آماری در نظر گرفته شده است. از آنجائی‌که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مشمول مقررات نظارتی خاص سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشند، انتظار می‌رود اطلاعات تهیه و ارائه شده از سوی این شرکت‌ها از انسجام، قابلیت اعتماد و کیفیت بالاتری برخوردار باشند. لذا قلمرو مکانی یا همان جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بوده، که طی دوره زمانی تحقیق دارای شرایط زیر بوده‌اند.

* انتخاب شرکت‌های دارای حداقل ۱۸ ماه معامله (شامل ۲۴۲ شرکت)

^۱ - Tehran Stock Exchang (TSE)

* انتخاب شرکت‌های دارای حداقل ۱۸ ماه معامله و بدون ۳ ماه وقفه پیاپی (شامل ۱۳۹ شرکت)

با توجه به این‌که در این تحقیق ۲۴۲ و ۱۳۹ شرکت مورد بررسی قرار گرفته‌اند، نتیجه بدست آمده از نمونه آماری قابل تعمیم به جامعه آماری برای دوره مورد آزمون می‌باشد.

شاخص نقدشوندگی که در این تحقیق از آن استفاده شده، شاخص معروف گردش سهام است.

$$LI = \frac{\text{تعداد سهام معامله شده شرکت}}{\text{کل سهام منتشر شده شرکت}}$$

۱۴-۱- ابزار گردآوری داده‌ها

برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق از مطالعه کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های تحقیق از اسناد و مدارک سازمانی موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

۱۵-۱- روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها:

با توجه به ماهیت تحقیق حاضر که در آن علاوه بر سری زمانی، سری‌های مقطعی نیز مدنظر است، از ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی^۱ استفاده شده است. در توصیف متغیرهای تحقیق با استفاده از شاخص‌های مرکزی شامل میانگین^۲ و میانه^۳ و شاخص پراکندگی شامل واریانس^۴ و انحراف معیار^۵ آنها محاسبه شده و سپس با استفاده از آمار استنباطی به بررسی روابط بین متغیرها از طریق آزمون

1 - pooling of time series and cross-section data

2 -Mean

3 -Madian

4 -Variance

5 -Standard Error

همبستگی و تحلیل رگرسیون پرداخته شده است. در فرآیند تجزیه و تحلیل آماری از بسته نرم افزار آماری Eviews^۵ و SPSS^{۱۵} و برای آزمون کل مدل رگرسیون از آماره F، همچنین برای بیان میزان تأثیر متغیرهای مستقل در تغییرات متغیر وابسته از ضریب تعیین یا R^2 استفاده شده است.

۱۶-۱- تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی

نقدشوندگی^۱: قابلیت خرید یا فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار به سرعت و با تغییر بسیار اندک در قیمت را گویند.

سهام شناور^۲: به نسبتی از سهام یک شرکت که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران استراتژیک نگهداری نشود، می‌گویند. این بخش از سهام، قیمت سهام شرکت را تعیین نموده و میزان نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. درصد سهام شناور آزاد هر شرکت بر اساس اطلاعات موجود در ترکیب سهامداران در آخرین مجمع عمومی سالیانه محاسبه می‌گردد. به عبارت دیگر، سهام شناور آزاد به تعداد یا درصدی از سهام شرکت‌های بورسی اطلاق می‌شود که در تملک مالکان اصلی و عمده شرکت‌ها نبوده و انتظار معامله آن در آینده‌ای نزدیک وجود دارد. یا میزانی از سهام است که در دستان افراد مختلفی از سرمایه‌گذاران بوده که به طور روزانه یا هفتگی داد و ستد می‌شود. مطابق دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران (مصوب اول دی‌ماه ۱۳۸۶ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) هر یک از موارد زیر در صورتی که مجموعاً بیش‌تر یا مساوی ۵ درصد کل سهام شرکت باشند، جزو سهام شناور تلقی نمی‌شود: الف- سهام

1 - Liquidity

2 - Free Float

نگهداری شده توسط هر یک از سهامداران. ب- سهام متعلق به سهامداران خانوادگی (اقوام نسبی درجه اول از طبقات اول و دوم) ج- سهام متعلق به اشخاص حقوقی هم‌گروه با مالکیت مستقیم یا غیر مستقیم.

درصد سهام آزاد هر یک از شرکت‌های بورسی یکی از موارد مدنظر سرمایه‌گذاران در انجام معاملات بوده و در ارزیابی ریسک و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها مؤثر است. بر اساس دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس تهران شرکت‌های حاضر در بازار سهام بازارهای اول و دوم و تابلوهای اصلی و فرعی تقسیم‌بندی می‌شوند و باید ضمن رعایت مشروط تعیین شده، درصد سهام شناور آزاد مشخصی را رعایت کنند.

صف خرید: چنانچه خریداران زیادی در طی روز خواهان یک سهم در قیمت مثبت ۳ درصد باشند، صف خرید تشکیل می‌شود.

صف فروش: چنانچه فروشندگان زیادی در طی روز خواهان یک سهم در قیمت منفی ۳ درصد باشند، صف فروش تشکیل می‌شود.

ریسک نقدشوندگی^۱: ریسک حاصل از افزایش شکاف میان درخواست‌های خرید و فروش در بازار و کاهش میزان و حجم قیمت‌ها و معاملات پیشنهادی را گویند.

شکاف عرضه و تقاضا: بازارگردان‌ها سهام را در یک قیمت پایین (P_b) می‌خرند و در یک قیمت بالاتر (P_a) می‌فروشند. مابه‌التفاوت قیمت خرید و فروش توسط بازارگردان‌ها ($P_a - P_b$)، شکاف عرضه و تقاضا (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش) گویند.

^۱ - Liquidity Risk

نسبت فعالیت: این نسبت از تقسیم تعداد سهام معامله شده شرکت بر کل سهام منتشر شده شرکت به

دست می‌آید.