

Product Market Power and Stock Market Liquidity

Ali Rahmani¹, Hadise Hajimoradkhani²

1- Associate Professor, Accounting Department, Faculty of Social Sciences & Economics, AlZahra University
rahmani@alzahra.ac.ir

2- PhD Student, Accounting Department, Faculty of Social Sciences & Economics, AlZahra University
moradkhani2005@yahoo.com

Abstract

According to predictions in the literature, stock price of firms with greater product market power is less sensitive to order flows which results in greater stock liquidity. This prediction was examined in a sample of 75 listed companies in Tehran Stock Exchange during 1388 to 1391 using three illiquidity measures (Amihud Ratio, Quoted Spread, Effective Spread) and two proxies for market power. The results of panel regressions showed that stock liquidity increases with market share (the first proxy of market power). Findings also showed the relationship between operational income ratio (second proxy of market power) and stock liquidity is not meaningful and consistent with theory. It seems that the reputation of firms in product market (respect to market share) results in higher stock market liquidity than their profitability. Other results confirmed that advertising in product market doesn't influence stock market liquidity, directly.

Key Words: Stock Liquidity, Product Market Power, Amihud Ratio, Quoted Spread, Effective Spread

قدرت بازار محصول و نقدشوندگی بازار سهام

علی رحمانی^۱، حدیثه حاجی مرادخانی^{۲*}

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء "س"
rahmani@alzahra.ac.ir

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء "س"
moradkhani2005@yahoo.com

چکیده

براساس پیش‌بینی‌های موجود در نوشتار، قیمت سهام شرکتی که قدرت بازار محصول بیشتری دارد، حساسیت کمتری به جریان سفارش معاملات سهام نشان می‌دهد که این امر به نوبه خود به نقدشوندگی بیشتر در بازار سهام منجر می‌شود. در این مقاله پیش‌بینی فوق در یک نمونه از ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ و با استفاده از سه معیار مختلف نقدناشوندگی (معیار آمیهود، شکاف قیمت نسبی و شکاف قیمت مؤثر) آزموده شد. نتایج حاصل از رگرسیون‌های ترکیبی (پنل) نشان داد نقدشوندگی سهام به تناسب سهم بازار (شاخص اول قدرت بازار محصول) افزایش می‌یابد. یافته‌ها همچنین نشان می‌دهد نسبت سود عملیاتی (شاخص دوم قدرت بازار محصول)، رابطه معنادار و منطبق با نظریه با نقدشوندگی بازار سهام ندارد. به نظر می‌رسد نام‌آوری شرکت‌ها در بازار محصول (به‌لحاظ سهم بازار) بیش از سودآوری، موجب افزایش نقدشوندگی سهام آن‌ها می‌شود. سایر نتایج نشان می‌دهد تبلیغات در بازار محصول تأثیری مستقیم در نقدشوندگی در بازار سهام ندارد.

واژه‌های کلیدی: نقد شون‌گی سهام، قدرت بازار محصول، معیار آمیهود، شکاف قیمت نسبی، شکاف قیمت مؤثر

مقدمه

نقدشوندگی سهام یکی از مهم‌ترین معیارهای مدنظر سرمایه‌گذاران است. منظور از نقدشوندگی، سهولت خرید و فروش سهام بدون تغییر در قیمت یا به عبارت دیگر، قابلیت خرید و فروش مقادیر در خور توجهی از اوراق بهادار با سرعت و با تأثیر اندک در قیمت است [۲۰]. با توجه به اهمیت روزافزون نقدشوندگی، پژوهشگران به شناخت عوامل مؤثر در آن، به‌طور وسیعی توجه کرده‌اند. در این پژوهش براساس نظریه‌ها و پژوهش‌های موجود، به این پرسش پاسخ داده می‌شود که آیا توانایی شرکت‌ها در بازار محصول، می‌تواند نقدشوندگی سهام آن‌ها را در بورس اوراق بهادار تهران توجیه کند.

آنچه این پژوهش به نوشتار موجود اضافه می‌کند، مرتبط کردن بازارهای مالی و محصول است. در این پژوهش برای اولین بار در پژوهش‌های داخلی، معیارهای شکاف قیمت مؤثر و نسبی از پردازش کلیه قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام در تمام روزهای معاملاتی و تمام ساعات روز، با استفاده از برنامه‌نویسی در محیط سی شارپ^۱ استخراج شده است. همچنین برای اولین بار اثر تبلیغات بر نقدشوندگی سهام بررسی شد. در ادامه به ترتیب، مبانی نظری، پیشینه و روش پژوهش که شامل طرح فرضیه، معرفی متغیرها و الگو است، به‌طور جامع تشریح می‌شود. بخش بعدی به تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری اختصاص می‌یابد و در پایان، پیشنهادها، محدودیت‌ها و منابع استفاده‌شده بیان خواهند شد.

مبانی نظری

دو نظریه وجود دارد که رابطه‌ای مثبت را بین رقابت بازار محصول و نقدشوندگی سهام پیش‌بینی می‌کنند، هرچند به لحاظ ساز و کار اثرگذاری متفاوت هستند. پرس^۲ (۲۰۱۰) پیش‌بینی می‌کند افزایش قدرت بازار محصول^۳، نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد؛ زیرا شرکتی با قدرت بازار محصول بیشتر، توانایی بیشتری برای تثبیت قیمت‌ها و منتقل کردن شوک‌های سودآوری به مشتریان دارد که این امر به نوبه خود تغییرپذیری جریان‌های نقدی و بازده سهام را کاهش می‌دهد. تغییرپذیری کمتر جریان‌های نقدی و بازده‌ها، به سرمایه‌گذاران اطلاعات دقیق‌تری درباره قیمت سهم می‌دهد؛ بنابراین قیمت‌ها نسبت به جریان سفارش معاملات^۴ حساسیت کمتری خواهند داشت؛ در نتیجه شرکت‌های با قدرت بازار محصول بیشتر، اثر قیمتی کمتر و نقدشوندگی سهام بیشتری دارند.

چارچوب نظری توکس^۵ (۲۰۰۸) نیز رابطه مثبتی بین قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام پیش‌بینی می‌کند. معامله‌گران آگاه^۶ ریسک خنثی و با ثروت محدود ترجیح می‌دهند سهام شرکت‌های رقیب با قدرت بازار محصول ضعیف‌تر را معامله کنند؛ زیرا ارزش چنین سهامی نسبت به اطلاعات خصوصی حساس است؛ بنابراین هنگامی که قدرت بازار محصول کاهش می‌یابد، معاملات آگاهانه افزایش خواهد یافت که این امر نقدشوندگی سهام را به دلیل گزینش معکوس کاهش می‌دهد. در واقع توکس (۲۰۰۸) در مقاله خود ضمن ارائه یک الگوی ساده مبتنی بر

2 Peress

3 Product Market Power

4 Order flow

5 Tookes

6 Informed Trader

بازده سهام، ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی، کیفیت افشاء، مدیریت سود و بسیاری موارد دیگر انجام شده است، درباره بررسی رابطه بازار محصول و نقدشوندگی سهام همچنان جای بررسی وجود دارد (برای مثال منابع [۱۶، ۱۷، ۱۸، ۱۹، ۲۰، ۲۱، ۲۲] را ببینید). در پژوهش‌های خارج از ایران، مبانی نظری وسیعی درباره بررسی رابطه بین رقابت بازار محصول و جنبه‌های گوناگون تأمین مالی شرکتی نظیر ساختار سرمایه، مدیریت ریسک، ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، ادغام‌ها و تحصیل‌ها، پرهیز مالیاتی و غیره وجود دارد؛ به‌عنوان مثال مطالعات تجربی گاسپر و ماسا^۲ (۲۰۰۶)، چان، مورک و یینگ^۳ (۲۰۰۸) و اروین و پانتیف^۴ (۲۰۰۸) رابطه معکوسی بین قدرت بازار محصول و تغییرپذیری بازده سهام اثبات کرده‌اند. به‌عنوان مثالی دیگر، کوییک^۵ و همکاران (۲۰۱۴) رابطه قدرت بازار محصول و پرهیز مالیاتی را مطالعه کردند. مطالعات بسیاری نیز در خصوص رابطه تصمیم‌های ساختار سرمایه، ادغام و تحصیل، تجزیه سهم، عرضه‌های اولیه، معاملات داخلی، ساختار مالکیت، آگهی و تبلیغات، رتبه‌بندی اعتباری، بازده سهام و غیره با نقدشوندگی سهام وجود دارد (برای مثال آمیهود رابطه بازده‌های سهام و نقدشوندگی را مطالعه کرده است [۲۰]) که در اینجا اشاره نمی‌شود. در این قسمت صرفاً بر مطالعاتی تمرکز می‌شود که رابطه بین شاخص‌های قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام را بررسی کرده‌اند.

پرس (۲۰۱۰) الگویی ارائه داده و پیش‌بینی کرده است که شرکت‌های دارای قدرت بازار محصول بیشتر، حجم معاملات سهام بیشتری دارند، قیمت سهم آنها

معاملات آگاهانه و اطلاعات خصوصی چنین استدلال می‌کند که هرچه سهم بازار یک شرکت که ناشی از مزیت رقابتی آن شرکت در بازار کالا است، افزایش یابد، احتمال وقوع این نوع معاملات بر سهام شرکت کاهش پیدا می‌کند. این در حالی است که سهام شرکت‌های با سهم بازار کمتر به دلیل حساسیت بیشتری که قیمت آنها به شوک‌ها نشان می‌دهد، موقعیت جذابی برای معاملات آگاهانه و کسب بازده‌های مازاد (غیر عادی) فراهم می‌کنند.

علاوه بر پژوهش حاضر شاید اثرگذاری قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی سهام را از مجرای مدیریت سود نیز بتوان مطرح کرد. داتا^۱ و همکاران (۲۰۱۳) ثابت کردند قدرت بازار محصول، اثر منفی بر مدیریت سود دارد؛ یعنی هرچه شرکت در بازار محصول ضعیف‌تر باشد، احتمال درگیری بیشتر مدیران در مدیریت اقلام تعهدی اختیاری بیشتر است و برعکس. از سوی دیگر پژوهش‌های زیادی نیز وجود دارد که نشان می‌دهند مدیریت سود، اثر منفی بر نقدشوندگی سهام دارد؛ زیرا با افزایش مدیریت سود، کیفیت اطلاعات، کاهش و عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد و این امر موجب کاهش تمایل سرمایه‌گذاران آگاه به معامله و کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود و برعکس (برای مثال [۲۲، ۳۱] را ببینید). این‌گونه می‌توان ثابت کرد افزایش قدرت بازار محصول باعث کاهش مدیریت سود و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود.

مبانی نظری

هرچند مطالعات وسیعی درباره رابطه نقدشوندگی سهام با متغیرهای مختلف نظیر نقدشوندگی دارایی‌ها،

2 Gaspar & Massa

3 Chun, Morck & Yeung

4 Irvine & Pontiff

5 Kubick

1 Datta

آگاهانه‌تر است، نقدشوندگی سهام بهتری دارند و هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، این روابط تقویت می‌شود. در مقاله پرس، نتایج حاصل از رگرسیون‌های پنل بر مجموعه‌ای از ۲۸۱۷۲ مشاهده (سال-شرکت) در دوره زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۵ نشان می‌دهد قدرت بازار محصول به‌طور مثبت و با اهمیتی با حجم معاملات، فعالیت‌های معاملاتی افراد درون-سازمانی و آگاهی‌دهندگی قیمت مرتبط است. وی همچنین نشان می‌دهد این روابط برای شرکت‌های کوچک مسلّم‌تر است؛ زیرا در آن‌ها عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است؛ اما پرس به‌صورت تجربی رابطه قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام را نمی‌آزماید و صرفاً یک پیش‌بینی نظری ارائه می‌کند.

کیل و لون^۱ (۲۰۱۱) بر مبنای پیشینی فوق با استفاده از رگرسیون‌های فاما و مکبث روی ۱۲۶۹۵ مشاهده سال-شرکت در سال‌های ۱۹۸۴ تا ۲۰۰۳، رابطه فوق را در بازار سهام امریکا آزمودند. شاخص‌های مدّنظر آن‌ها برای قدرت بازار محصول، دو معیار نسبت سود عملیاتی و سهم بازار و معیارهای نقدشوندگی مدّنظر آن‌ها شکاف قیمت نسبی^۲، شکاف قیمت مؤثر^۳، معیار آمیهود و شاخص گیز است. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام وجود دارد و این رابطه از مجرای تأثیر در تغییرپذیری بازده سهام و جریان‌های نقدی است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی (اندازه شرکت، پوشش تحلیل‌گران و مخارج پژوهش و توسعه) بر شدت این رابطه اثرگذار است. یون^۴ (۲۰۱۱)

روش پژوهش

در این بخش، فرضیه پژوهش، نمونه پژوهش، روش جمع‌آوری داده‌ها، تعریف متغیرها و روش

پژوهش کیل و لون (۲۰۱۱) برای سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۸ و با روش رگرسیون‌های تلفیقی به نتایجی سازگار با نظریه پرس دست یافته است. وی در مقاله خود ذکر می‌کند که پرس (۲۰۱۰) و توکس (۲۰۰۸) هر دو رابطه مثبتی را بین نقدشوندگی سهام و قدرت بازار محصول پیش‌بینی می‌کنند؛ اما با دو ساز و کار اثرگذاری متفاوت. طبق مقاله پرس، قدرت بیشتر بازار محصول، اطمینان از بازده‌های سهام را افزایش می‌دهد؛ بنابراین سرمایه‌گذاران آگاه ریسک‌گریز را مشتاق معامله با معامله‌گران هنجاری می‌کند که این امر باعث افزایش حجم معاملات، تثبیت قیمت‌ها و بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود. در الگو پیشنهادی توکس، معامله‌گران آگاه، ریسک خنثی و رفاه محدودی دارند و ترجیح می‌دهند سهام شرکت‌های با قدرت بازار محصول پایین‌تر را معامله کنند؛ زیرا بازده‌های حاصل از اطلاعات برای این شرکت‌ها بیشتر است؛ بنابراین وقتی قدرت بازار محصول کاهش می‌یابد، معاملات آگاهانه و حجم معاملات افزایش ولی نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد. نتایج یون (۲۰۱۱) به لحاظ رابطه مثبت بین حجم معاملات و نقدشوندگی سهام با پژوهش پرس (۲۰۱۰) منطبق است. بر مبنای این پژوهش‌ها، در مطالعه حاضر اثر قدرت بازار محصول (نسبت سود عملیاتی و سهم بازار) بر معیارهای مختلف نقدشوندگی سهام، در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود.

کیل و لون^۱ (۲۰۱۱) بر مبنای پیشینی فوق با استفاده از رگرسیون‌های فاما و مکبث روی ۱۲۶۹۵ مشاهده سال-شرکت در سال‌های ۱۹۸۴ تا ۲۰۰۳، رابطه فوق را در بازار سهام امریکا آزمودند. شاخص‌های مدّنظر آن‌ها برای قدرت بازار محصول، دو معیار نسبت سود عملیاتی و سهم بازار و معیارهای نقدشوندگی مدّنظر آن‌ها شکاف قیمت نسبی^۲، شکاف قیمت مؤثر^۳، معیار آمیهود و شاخص گیز است. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام وجود دارد و این رابطه از مجرای تأثیر در تغییرپذیری بازده سهام و جریان‌های نقدی است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی (اندازه شرکت، پوشش تحلیل‌گران و مخارج پژوهش و توسعه) بر شدت این رابطه اثرگذار است. یون^۴ (۲۰۱۱)

1 Kale & loon

2 Quoted Spread

3 Effective Spread

4 Yoon

منتهی به پایان اسفند باشد، ۲) در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار حضور داشته باشند، ۳) تعداد روزهای معاملاتی آن‌ها در دوره پژوهش از ۵۲۸ روز $\{ \frac{2}{4} \text{ سال} * 12 \text{ ماه} * 22 \text{ روز} \}$ کمتر نباشد و در هیچ سالی کمتر از ۵۰ روز معاملاتی نداشته باشند (۲۰ درصد روزهای معاملاتی یک سال).

متوسط درصد سهم بازار شرکت‌های نمونه منتخب از کل صنعت مربوط در جدول (۱) ارائه شده است. این نسبت، حاصل تقسیم خالص فروش شرکت بر فروش کل صنعت مربوط است. گفتنی است در این مطالعه داده‌های ترازنامه‌ای و سود و زیانی از صورت‌های مالی موجود در شبکه کدال و داده‌های روزانه ارزش بازار، بازده، قیمت و حجم معاملات سهام از نرم‌افزار رهاورد نوین استخراج شده است. داده‌های مربوط به قیمت‌های پیشنهادی روزانه خرید و فروش سهام از نرم‌افزار موجود در کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج و با استفاده از برنامه‌نویسی در محیط سی‌شارپ پردازش شده است.

تجزیه و تحلیل آن‌ها بیان می‌شود. در راستای دست-یابی به هدف پژوهش، فرضیه زیر تدوین شده است: "قدرت شرکت‌ها در بازار محصول، اثر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران دارد."

جامعه آماری، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه مطالعه شده از بین شرکت‌های فعال در پنج صنعت سیمان، مواد دارویی، شیمیایی، خودرو و فلزات اساسی که بیشترین تعداد شرکت‌ها را در بر دارند، انتخاب شده است. کلیه شرکت‌های موجود در این پنج صنعت پس از حذف سرمایه‌گذاری‌ها و هلدینگ‌ها، شرکت‌های در مرحله قبل از بهره‌برداری و شرکت‌هایی که صورت‌های مالی آن‌ها برای سال‌های مذکور به‌طور کامل در دسترس نبود، برای محاسبه سهم بازار محصول در نظر گرفته شد (در مجموع ۱۳۵ شرکت از ۱۶۰ شرکت بررسی شده). در مرحله بعد برای انجام تحلیل‌های آماری، ۷۵ شرکت با مشخصات زیر انتخاب شد (در مجموع ۳۰۰ سال-شرکت): (۱) سال مالی آن‌ها

جدول (۱) آمار شرکت‌های نمونه انتخابی

نام صنعت	درصد سهم بازار	تعداد شرکت‌ها
سیمان	۵۵	۱۶
مواد دارویی	۶۹	۱۶
شیمیایی	۵۱	۱۲
خودرو	۹۷	۱۸
فلزات اساسی	۷۲	۱۳
جمع کل نمونه		۷۵

تغییر قیمت ایجاد شده به واسطه جریان سفارش معاملات را اندازه‌گیری می‌کند.

در این مقاله سه معیار رایج نقدناشوندگی استفاده می‌شود: ۱- معیار آمیهد (AM): که اثر قیمتی یعنی

از دو معیار نیز برای سنجش قدرت بازار محصول استفاده می‌شود: یکی نسبت سود عملیاتی به فروش و دیگری سهم بازار. نسبت سود عملیاتی به فروش (OIR) در مقالات گاسپر و ماسا (۲۰۰۶)، پرس (۲۰۱۰) و کیل و لون (۲۰۱۱) نیز به عنوان شاخص قدرت بازار محصول به کار رفته است. همه تحلیل‌ها با استفاده از سهم بازار (MS) نیز تکرار می‌شوند. سهم بازار همانند مقاله کیل و لون (۲۰۱۱) از تقسیم فروش هر شرکت به کل فروش صنعت به دست می‌آید. کلیه متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر، براساس مقاله کیل و لون (۲۰۱۱) انتخاب شده‌اند. گفتنی است بجز هزینه آگهی، تبلیغات و بازاریابی، سایر متغیرها در گذشته نیز در پژوهش‌های داخلی حوزه نقدشوندگی سهام استفاده شده‌اند که در بخش بررسی تطبیقی یافته‌ها به آن‌ها اشاره خواهد شد.

۱- اندازه شرکت (SIZE): معیار عدم تقارن اطلاعاتی است. عدم تقارن اطلاعات با اندازه شرکت کاهش می‌یابد. از دیدگاه نظری، رابطه مثبتی بین اندازه و نقدشوندگی وجود دارد. در این پژوهش، متغیر مذکور نظیر کیل و لون (۲۰۱۱) با لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها نشان داده می‌شود.

۲- اهرم (LEV): عبارت است از کل بدهی شرکت تقسیم بر ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش دفتری کل بدهی (نحوه محاسبه کیل و لون (۲۰۱۱)). پرس (۲۰۱۰) از نظر نظری و تجربی نشان می‌دهد اهرم بیشتر، درجه ریسک پذیر بودن شرکت را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز را از معامله باز می‌دارد؛ بنابراین نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد.

۳- هزینه آگهی، تبلیغات و بازاریابی (ADV)^۲ و متغیر مجازی آن (ADVD): گرولان، کاناتاز و وستن^۳

$$AM = T_Y^{-1} \sum (|r_{i,t,y}| / Vol_{i,t,y})$$

در این فرمول $Vol_{i,t,y}$ و $r_{i,t,y}$ به ترتیب حجم معامله ریالی سهم i و بازده ساده آن سهم در روز t در سال y است. مجموع روزها برابر T_y است؛ یعنی تعداد روزهای سال y که برای آن نسبت $|r_{i,t,y}| / Vol_{i,t,y}$ محاسبه می‌شود. معیار آمیهود یک معیار نقدناشوندگی است؛ بنابراین برای سهام نقدشونده، کوچک‌تر و برای سهام کمتر نقدشونده، بزرگ‌تر است. دو معیار نقدناشوندگی دیگر استفاده شده در این پژوهش عبارتند از: شکاف قیمت نسبی و شکاف قیمت مؤثر که هر دو به عنوان نسبتی از قیمت متوسط^۱ تعریف می‌شوند؛ یعنی اگر Ask و Bid به ترتیب بهترین پیشنهادهای خرید و فروش سهام باشند، M یا همان قیمت متوسط به صورت $(Ask+Bid)/2$ محاسبه می‌شود و خواهیم داشت:

۱- شکاف قیمت نسبی (QS): اختلاف پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش و بالاترین قیمت پیشنهادی خرید سهم تقسیم بر قیمت متوسط. این شاخص به صورت روزانه برای هر شرکت محاسبه می‌شود و سپس برای هر سال از میانگین مقادیر روزانه به دست می‌آید.

$$QS = (Ask - Bid) / M$$

۲- شکاف قیمت مؤثر (ES): دو برابر قدر مطلق اختلاف آخرین قیمت معامله روز و قیمت متوسط تقسیم بر قیمت متوسط. این شاخص به صورت روزانه برای هر شرکت محاسبه می‌شود و سپس برای هر سال از میانگین شاخص روزانه به دست می‌آید.

$$ES = 2 * |price - M| / M$$

2 Advertizing

3 Grullon, Kanatas & Weston

1 Midpoint quote

مالکیت نهادی است، بازارسازها باید موجودی بیشتری نگهداری کنند؛ بنابراین هزینه نگهداری موجودی و شکاف قیمتی افزایش خواهد یافت [۲۵].

۵- معکوس قیمت سهام در پایان سال (INVP): علامت مد نظر برای رابطه بین معکوس قیمت سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش (شکاف قیمت) نسبی و مؤثر سهام، مثبت است چون در متوسط قیمت سهام در مخرج این دو نسبت قرار دارد [۱].

۶- تغییرپذیری بازده سهام (LVR): لگاریتم طبیعی انحراف معیار، بازده‌های روزانه سهام است؛ بنابراین تغییرپذیری بازده کل را اندازه‌گیری می‌کند. گاسبر و ماسا (۲۰۰۶) و کیل و لون (۲۰۱۱) نیز در مقالات خود به همین شیوه عمل می‌کنند. هرچه نوسان‌های بازده سهام شرکت بیشتر باشد، ریسک شرکت بیشتر و نقدشوندگی سهام آن کمتر خواهد بود.

۷- و ۸. دفعات گردش سهام (rTu)^۲ و تعداد روزهای معاملاتی (TD)^۳: سطح بالای فعالیت‌های معاملاتی ممکن است با کاهش هزینه نگهداری موجودی توسط بازارسازها و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در نقدشوندگی سهام تأثیر بگذارد [۲۴]. در این پژوهش از متغیر دفعات گردش سهام (تعداد سهام معامله شده در سال تقسیم بر تعداد سهام شرکت در پایان سال) و تعداد روزهای معاملاتی به-عنوان نماینده فعالیت‌های معاملاتی استفاده می‌شود.

درباره تبیین الگو و روش تجزیه و تحلیل گفتنی است با توجه به متغیرهای تعریف شده، برای آزمون فرضیه پژوهش از الگوی پیشنهادی کیل و لون (۲۰۱۱)

(۲۰۰۴) نشان می‌دهند شرکت‌های دارای هزینه تبلیغات بیشتر، سهام نقدشونده تری دارند. در این پژوهش، این اثر با وارد کردن متغیر آگهی، تبلیغات و بازاریابی کنترل می‌شود که از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، استخراج و بر جمع کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. برای حفظ تعداد سال-شرکت در مجموعه داده‌ها، در صورتی که هزینه مذکور به صورت آیتمی جدا در یادداشت‌های همراه در دسترس نباشد، عدد صفر منظور و یک متغیر مجازی هزینه تبلیغات ناموجود تعریف. به این صورت که متغیر مجازی فوق برای شرکت‌هایی که هزینه آگهی، تبلیغات و بازاریابی آن‌ها مشخص است، برابر صفر و در غیر این صورت برابر یک است. شیوه عمل فوق با مقاله کیل و لون (۲۰۱۱) منطبق است.

۴- مالکیت نهادی (Instown)^۱ را به عنوان مجموع درصد سهام در جریان در اختیار سهامداران حقوقی دارای حداقل یک درصد سهام شرکت در پایان سال در نظر می‌گیریم؛ زیرا این تعریف هم سهامداران آگاه نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌ها را تا حد زیادی پوشش می‌دهد و هم سهامداران دارای توان نظارت و کنترل را. دو دیدگاه متفاوت درباره اثر سهامداران نهادی بر نقدشوندگی سهام وجود دارد. در دیدگاه اول، سهامی که سطح بالاتری از مالکیت نهادی دارد، قاعدتاً باید نقدشونده‌تر باشد؛ زیرا سهامداران نهادی موجب کاهش هزینه‌های انتخاب معکوس برای بازارسازها می‌شوند [۳۳]. در دیدگاه دوم، مالکان نهادی از صرفه اقتصادی در جمع-آوری اطلاعات بهره‌مند می‌شوند و می‌توانند معامله‌گران آگاهی در بازار باشند؛ یعنی مالکیت نهادی می‌تواند اثر منفی بر نقدشوندگی سهام داشته باشد. درخصوص سهامی که دارای سطوح بالاتری از

2 Turnover
3 Trading Days

1 Institutional ownership

و سه متغیر وابسته به عنوان شاخص‌های عدم نقدشوندگی ($i=3$) تعریف شد، در مجموع شش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از روش تحلیل داده‌های ترکیبی (پنل) و نرم‌افزار Eviews برآزش و ناهمسانی واریانس نیز با استفاده از نرم‌افزار استتا آزمون می‌شود.

به شرح زیر استفاده می‌شود، با این تفاوت که متغیر تعداد روزهای معاملاتی نیز به الگوی مذکور افزوده شده است. تمام متغیرها بتفصیل در بخش قبلی تعریف و در جدول (۲) ارائه شد. باتوجه به اینکه دو متغیر مستقل به عنوان شاخص‌های قدرت بازار محصول ($j=2$)

ILLIQUIDITY MEASURE_i

$$= \alpha + \beta_1 \text{Produc Market Power Measure}_j + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{ADV} + \beta_5 \text{ADVD} + \beta_6 \text{INSTOWN} + \beta_7 \text{INVP} + \beta_8 \text{LVR} + \beta_9 \text{TUR} + \beta_{10} \text{TD}$$

جدول (۲) خلاصه متغیرها و روش محاسبه آنها

متغیر	مخفف	روش محاسبه	رفرنس
سهام بازار محصول	MS	فروش شرکت تقسیم بر فروش کل صنعت	۲۹
نسبت سود عملیاتی	OIR	سود عملیاتی تقسیم بر فروش	۳۲،۲۶،۲۹
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها	۲۹
اهرم	LEV	کل بدهی شرکت تقسیم بر ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش دفتری کل بدهی	۳۲،۲۹
هزینه آگهی و تبلیغات	ADV	هزینه آگهی و تبلیغات تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها	۲۹
متغیر مجازی آگهی و تبلیغات	ADVD	اگر این هزینه مشخص باشد، برابر صفر و در غیر این صورت، برابر یک است.	۲۹
مالکیت نهادی	INSTOWN	مجموع درصد سهام در اختیار سهامداران حقوقی دارای حداقل یک درصد سهام	۲۹
معکوس قیمت سهام	INVP	معکوس قیمت سهام در پایان سال	۹،۶،۱،۲۹
تغییر پذیری بازده سهام	LVR	لگاریتم طبیعی انحراف معیار بازده‌های روزانه سهام	۶،۲۹،۲۶
دفعات گردش سهم	TUR	تعداد سهام معامله شده طی سال تقسیم بر تعداد سهام شرکت در پایان سال	۳۴،۳۲،۲۹ ۱۹،
روزهای معاملاتی	TD	تعداد روزهایی که سهام شرکت در بورس اوراق بهادار معامله شده است.	۱
معیار آمیهود	AM	میانگین نسبت روزانه (بازده سهم تقسیم بر حجم معامله ریالی سهم) در سال	۲۰،۲۹،۲۹ ۶،۷،
شکاف قیمت نسبی	QS	میانگین مقادیر روزانه (اختلاف پایین‌ترین قیمت Ask و بالاترین Bid سهم تقسیم بر قیمت متوسط)	۴،۲۹
شکاف قیمت مؤثر	ES	میانگین مقادیر روزانه (دو برابر قدر مطلق اختلاف آخرین قیمت معامله روز و قیمت متوسط تقسیم بر قیمت متوسط)	۲۹

یافته‌ها

قیمت نسبی (در سطح اطمینان ۹۵ درصد) و شکاف قیمت مؤثر (در سطح اطمینان ۹۰ درصد) وجود دارد؛ بنابراین در کل می‌توان نتیجه گرفت سهم بازار محصول، اثر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد؛ بنابراین در صورت استفاده از سهم بازار به‌عنوان شاخص قدرت بازار محصول، فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. نتیجه حاصل با پیش‌بینی پرس (۲۰۱۰) و نتایج کیل و لون (۲۰۱۱) هماهنگی دارد. براساس نتایج حاصل از پنل (ب) نسبت سود عملیاتی اثر معناداری بر معیار آمیهود ندارد. اثر آن بر شکاف قیمت نسبی و مؤثر نیز تنها در سطح ۹۰ درصد و ضعیف است؛ بنابراین می‌توان در کل نتیجه گرفت نسبت سود عملیاتی (OIR) اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام ندارد. ضمن اینکه علاوه بر معناداری، برای رابطه نیز در هر سه رگرسیون با انتظارات نظری پرس (۲۰۱۰) و کیل و لون (۲۰۱۱) منطبق نیست؛ بنابراین در صورت استفاده از نسبت سود عملیاتی به‌عنوان شاخصی از قدرت بازار محصول، فرضیه پژوهش رد می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اثر مثبت شاخص‌های قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی سهام در جدول (۳) ارائه شده است. با توجه به اینکه در این پژوهش از معیارهای نقدناشوندگی سهام استفاده شده است، بنابراین برای تفسیر نتایج، علایم به‌صورت معکوس تفسیر می‌شوند. پیش از هر چیز فرضیه‌های کلاسیک بررسی شدند. همان‌طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌شود، سطح معناداری^۱ آماره بریوش پاگان (کای-دو) کمتر از پنج درصد و نشانه وجود ناهمسانی واریانس است؛ بنابراین این مشکل با استفاده از روش GLS برطرف شد. آماره دوربین واتسون حاکی از نبود مشکل خودهمبستگی در اجزای اخلال الگوها است. آماره F در هر شش رگرسیون برازش شده نشان‌دهنده معناداری کلی الگو است. کمتر از پنج درصد بودن سطح معناداری آماره F لیمر در همه موارد نشان‌دهنده مناسب بودن روش پنل در مقایسه با پول (تلفیقی) است و با توجه به سطح معناداری آماره هاسمن که کمتر از پنج درصد است، الگوی آثار ثابت در مقابل آثار تصادفی استفاده می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون اثر مثبت سهم بازار (MS) به‌عنوان شاخص قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی بازار سهام در پنل (الف) و نتایج حاصل از آزمون اثر نسبت سود عملیاتی (OIR) به‌عنوان شاخص قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی سهام در پنل (ب) ارائه شده است. اعداد ارائه شده در جدول (۳)، آماره‌های T هستند که سطح معناداری آن‌ها در داخل پرانتز درج شده است. براساس نتایج پنل (الف) رابطه منفی و معناداری بین سهم بازار محصول (MS) به ترتیب با معیار آمیهود (در سطح اطمینان ۹۹ درصد)، شکاف

اثرگذاری بر فروش شرکت و افزایش سهم بازار محصول در نقدشوندگی سهام تأثیری ندارد.

۴- مالکیت نهادی (INSTOWN): در هر شش رگرسیون برازش شده، رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام به دست نیامده است. نتیجه حاصل (به لحاظ معناداری) با پژوهش نمازی و همکاران (۱۳۸۸)، اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) و ثقفی و مرفوع (۱۳۹۰) منطبق و با نتیجه رحمانی و همکاران (۱۳۸۹)، دنیس و وستون (۲۰۰۰) و روبین (۲۰۰۷) نا-منطبق است. هرچند معناداری در پژوهش رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) نیز در سطح ۹۰ درصد بوده است.

۵- معکوس قیمت سهم (INVP): براساس نتایج به-دست آمده، رابطه معناداری بین معکوس قیمت سهم و نقدشوندگی سهام وجود دارد؛ اما فقط در دو رگرسیون از شش رگرسیون برازش شده علامت رابطه طبق انتظارات نظری است و از این لحاظ با پژوهش کیل و لون منطبق نیست. نتایج بررسی های تطبیقی درباره پژوهش های داخلی که از قیمت سهام استفاده کرده اند؛ نظیر ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰)، ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) و احمد پور و رسائیان (۱۳۸۵) نیز نتایج متناقض و مختلطی را از بی معنی تا معنادار و با علایم متفاوت نشان می دهد.

۶- تغییرپذیری بازده سهام (LVR): یافته ها نشان دهنده رابطه ای منفی و معنادار بین تغییرپذیری بازده و نقدشوندگی سهام است که با انتظارات نظری منطبق است. در بیشتر مطالعات داخلی که از این متغیر استفاده کرده اند رابطه معناداری حاصل شده است، هرچند جهت رابطه در بیشتر این پژوهش ها با انتظارات نظری و نتایج این مطالعه منطبق نیست؛ نظیر ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)، ثقفی و مرفوع (۱۳۹۰)، ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰) و یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰).

در خصوص تحلیل معناداری متغیرهای کنترلی الگو، موارد زیر ذکر کردنی است:

۱- اندازه شرکت (SIZE): در چهار رگرسیون از شش رگرسیون برازش شده، رابطه معناداری بین اندازه شرکت و نقدشوندگی سهام به دست نیامده است. نتیجه حاصل (به لحاظ معناداری) با پژوهش یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) منطبق و با ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، ثقفی و مرفوع (۱۳۹۰)، ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) و رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) نامنطبق است. تفاوت احتمالاً به این دلیل است که در مطالعات مذکور از ارزش بازار به عنوان معیار اندازه شرکت استفاده شده است، در حالی که در این مقاله به پیروی از کیل و لون (۲۰۱۱) از جمع ارزش دفتری دارایی ها استفاده شد که به نظر می رسد برای شرایط ایران مناسب نیست.

۲- اهرم (LEV): نتایج حاصل از هر شش رگرسیون نشان می دهد رابطه منفی و معناداری بین اهرم و نقدشوندگی سهام وجود دارد. این نتیجه با انتظارات نظری و نیز با نتایج دریایی و همکاران (۱۳۹۰)، یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) و پرس (۲۰۱۰) منطبق است.

۳- آگهی، تبلیغات و بازاریابی (ADV و DVD): نتایج حاصل از هر شش رگرسیون نشان می دهد این هزینه، اثر مهمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. این نتیجه با پژوهش گرولان و همکاران (۲۰۰۴) و کیل و لون (۲۰۱۱) منطبق نیست. یک دلیل احتمالی برای این نتیجه این است که شدت رقابتی بودن بازار محصول در ایران با بازار سهام آمریکا مقایسه شدنی نیست. نکته بعدی اینکه نبود رابطه مستقیم بین هزینه آگهی، تبلیغات و بازاریابی و نقدشوندگی سهام به این معنا نیست که به طور غیرمستقیم نیز با

۷- دفعات گردش سهام (TUR): در این مطالعه رابطه معناداری بین دفعات گردش سهام و نقدشوندگی به دست نیامده است. این نتیجه با مقاله توکس (۲۰۰۸) و پرس (۲۰۱۰) که رابطه منفی و معناداری بین دفعات گردش سهام و نقدشوندگی نشان دادند، همسو نیست و همچنین با نتیجه پژوهش کیل و لون (۲۰۱۱) که به رابطه مثبت و معناداری بین این دو متغیر دست یافتند. بررسی تطبیقی پژوهش‌های داخلی نشان می‌دهد این نتیجه (به لحاظ معناداری رابطه) با مقاله دریایی و همکاران (۱۳۹۰) منطبق و با نتایج یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) و احمد پور و رسائیان (۱۳۸۵) نامنطبق است.

۸- تعداد روزهای معاملاتی (TD): رابطه مثبت و معنادار بین نقدشوندگی سهام و روزهای معاملاتی منطبق با نظریه و پژوهش احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) است که از درصد روزهای معاملاتی استفاده کرده‌اند.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش دو شاخص برای سنجش قدرت شرکت‌ها در بازار محصول معرفی شد که در مطالعات خارج از ایران مرسوم هستند: یکی نسبت سود عملیاتی و دیگری سهم بازار محصول (فروش شرکت تقسیم بر فروش صنعت). هدف این مطالعه و نوآوری آن ایجاد ارتباط بین بازارهای محصول و سهام است؛ بنابراین اثر این دو شاخص بر نقدشوندگی بازار سهام بررسی شد. سه معیار نقدناشوندگی استفاده شده در این پژوهش عبارتند از: معیار آمیهود، شکاف قیمت نسبی و شکاف قیمت مؤثر. مقایسه نتایج این مطالعه با یافته‌های دیگر پژوهشگران در بخش قبل به تفصیل بیان شده است؛ بنابراین از تکرار بررسی تطبیقی در این قسمت خودداری می‌شود.

مطابق نتایج حاصل از رگرسیون‌های ترکیبی (جدول (۳)) سهم بازار به‌عنوان شاخص قدرت بازار محصول، اثر مثبت، معنادار و منطبق با نظریه بر نقدشوندگی سهام دارد. به عبارت دیگر هرچه سهم یک شرکت در بازار محصول صنعت مربوط بیشتر باشد، سهام آن شرکت در بورس اوراق بهادار نقدشونده‌تر است و برعکس؛ اما نسبت سود عملیاتی، اثر معنادار و منطبق با نظریه بر نقدشوندگی سهام نداشت. یک دلیل احتمالی می‌تواند نامناسب بودن نسبت سود عملیاتی برای سنجش قدرت بازار محصول در ایران باشد. بررسی‌ها نشان می‌دهد در ایران این دو متغیر همسو با هم حرکت نمی‌کنند و برخی شرکت‌های بزرگ، نسبت سود عملیاتی کوچکی گزارش کرده بودند و برعکس. علاوه بر این به نظر می‌رسد نام‌آوری شرکت‌ها در بازار محصول (به لحاظ سهم بازار) بیش از سودآوری آن‌ها موجب افزایش نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران است که دلایل آن در مباحث مربوط به ریسک‌گریزی و مالی رفتاری، بیشتر بررسی شدنی است.

الگویی که پرس (۲۰۱۰) ارائه و بر آن اساس رابطه مثبت بین نسبت سود عملیاتی به‌عنوان شاخص قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام را پیش‌بینی می‌کند مبتنی بر سه فرض است: ۱. انتظارات عقلایی، ۲. بازار سهام کارا و ۳. بازار محصول رقابت ناقص. تفاوت در پیش فرض‌ها می‌تواند در نتایج حاصل تأثیرگذار باشد. اینکه چقدر سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران عقلایی عمل می‌کنند، بازار سهام چقدر کارا است و بازار محصول تا چه حد رقابتی است و به پیش فرض‌های ذکر شده نزدیک است، موضوعی است که باید به آن توجه شود. نتایج گزارش شده در این خصوص متناقض هستند، در حالی که لشکری و مرتاضی

قیمت گذاری دارایی‌ها نیز می‌تواند در پژوهش‌های آینده بررسی شود.

در این مطالعه، محدودیت‌هایی نیز وجود داشته است. نخست قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه برای سال ۱۳۸۷ و قبل از آن با فرمت اکسس و پس از آن با فرمت اکسل در دسترس بود. ضمن اینکه منبع ارائه و ماهیت آن‌ها متفاوت بود. نرم‌افزاری که نویسندگان محاسبه شاخص‌ها طراحی کردند، فقط فرم اکسلی را می‌خواند و امکان تبدیل فرم اکسسی به اکسل نیز حاصل نشد. همین امر دوره پژوهش را محدود کرد. و دوم اینکه نبود پایگاه‌های اطلاعاتی نظیر TAQ، CRSP، ABES، CDA و Compustat در داخل ایران کار جمع‌آوری داده را بسیار سخت می‌کند و مانع انجام مطالعه برای دوره‌های طولانی می‌شود.

منابع

- [۱] احمدپور، احمد و امیر رسائیان. (۱۳۸۵). "رابطه برخی معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۶: ۳۷-۶۰.
- [۲] اسلامی بیدگلی، غلامرضا و عبدالحسین صادقی باطانی. (۱۳۸۳). "ارائه قواعد فیلتر و مقایسه بازده قواعد فیلتر با روش خرید و نگهداری". *تحقیقات مالی*، شماره ۱۸: ۳-۲۶.
- [۳] اله یاری، اکبر. (۱۳۸۷). "بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال ۱، شماره ۴: ۷۵-۱۰۸.
- [۴] ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). "پراکنندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام".

(۱۳۹۰) نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران، عقلایی عمل نمی‌کنند. ایزدی نیا و حاجیان‌نژاد (۱۳۸۸) عکس این مطلب را ثابت کرده‌اند. درباره پژوهش‌های کارایی بازار نیز همین روند مشاهده می‌شود؛ برای مثال نتایج سلیمی فر و شیرزور (۱۳۸۹) و اسلامی بیدگلی و صادقی (۱۳۸۳) با نتایج اله یاری (۱۳۸۷) و صمدی و همکاران (۱۳۸۶) در تضاد هستند. گفتنی است درجه رقابتی بودن بازار محصول نیز ممکن است بر شدت ارتباط بین بازارهای محصول و سهام مؤثر باشد. نتایج این مطالعه همچنین نشان داد تبلیغات و بازاریابی در بازار محصول به طور مستقیم بر نقدشوندگی بازار سهام در ایران تأثیری ندارد.

براساس نتایج حاصل از این پژوهش، شرکت‌هایی که تمایل دارند نقدشوندگی سهام خود را در بورس اوراق بهادار افزایش دهند، می‌توانند در جستجوی راهکارهایی برای افزایش فروش خود در صنعت مربوط و به دست آوردن سهم بازار بیشتر برآیند. در این پژوهش رابطه مستقیمی بین نسبت هزینه آگهی و تبلیغات با نقدشوندگی سهام حاصل نشد؛ اما به عنوان یک آزمون فرعی، رابطه مثبت و معناداری بین فروش و هزینه آگهی و تبلیغات به دست آمد؛ بنابراین شرکت‌ها با تبلیغات بیشتر در بازار محصول می‌توانند بر فروش خود و در نتیجه به طور غیرمستقیم بر نقدشوندگی سهام خود با کسب قدرت بیشتر در بازار محصول بیفزایند. در صورت امکان دست‌یابی پژوهشگران به قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام برای بازه‌های طولانی‌تر که برای نویسندگان این مقاله مقدور نشد، تکرار همین مطالعه با استفاده از روش رگرسیون‌های فاما و مکبث و نیز سایر معیارها برای قدرت بازار محصول و نقدشوندگی سهام توصیه می‌شود. رابطه رقابت بازار محصول با سایر جنبه‌های تأمین مالی شرکتی نظیر

- بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰: ۳-۲۲.
- [۵] ایزدی نیا، ناصر و امین حاجیان نژاد. (۱۳۸۸). "بررسی و آزمون رفتار توده‌وار در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، سال ۲، شماره ۷: ۱۰۵-۱۳۲.
- [۶] ایزدی نیا، ناصر و منیژه رامشه. (۱۳۹۰). "نقش ویژگی‌های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۳، شماره ۱، پیاپی ۶۰/۳: ۱-۲۷.
- [۷] تقفی، علی و محمد مرفوع. (۱۳۹۰). "ریسک نقدشوندگی سهام و کیفیت سود". فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۹: ۱-۳۷.
- [۸] دریائی، عباسعلی؛ پاکدل، عبدالله و نرگس فلاح محمدی. (۱۳۹۰). "تبیین رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۰: ۱۳۲-۱۴۶.
- [۹] رحمانی، علی؛ حسینی، سیدعلی و نرگس رضاپور. (۱۳۸۹). "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱: ۳۹-۵۴.
- [۱۰] ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی و مهدی ذوالفقاری. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۳، شماره ۳، شماره پیاپی ۹: ۵۵-۷۴.
- [۱۱] سلیمی فر، مصطفی و زهرا شیرزور. (۱۳۸۹). "بررسی کارایی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس". مجله دانش و توسعه، سال ۱۸، شماره ۳۱: ۲۹-۵۸.
- [۱۲] صلواتی، شاپور و امیر رسائیان. (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران". نامه اقتصادی، ۶۳، جلد ۳، شماره ۲: ۱۴۳-۱۶۳.
- [۱۳] صمدی، سعید؛ نصراللهی، زهرا و امین زاهد مهر. (۱۳۸۶). "آزمون کارایی و وجود حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از قاعده فیلتر و الگوی CAPM". فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴: ۹۱-۱۱۳.
- [۱۴] فخاری، حسین و ابراهیم بذرافشان. (۱۳۹۰). "بررسی اثر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری، دوره ۳، شماره ۹: ۱۱۶-۱۲۹.
- [۱۵] لشکری، محمد و هما مرتاضی. (۱۳۹۰). "نظریه مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران". راهبرد، شماره ۲۶: ۴۸-۶۳.
- [۱۶] مرادزاده، مهدی؛ رضاپور، نرگس و حجت اله فرزانی. (۱۳۸۹). "بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۳، شماره پیاپی ۵: ۱۰۱-۱۱۶.
- [۱۷] مهران‌سی، ساسان و امیر رسائیان. (۱۳۸۸). "نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی‌ها". حسابرسی، شماره ۴۶: ۵۲-۵۶.
- [۱۸] یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و سید جعفر لاریمی. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار

- product market competition". *Journal of Business* 79: 3125–3152.
- [27] Grullon, G., Kanatas, G., Weston, J.P. (2004). "Advertising, breadth of ownership, and liquidity". *Review of Financial Studies* 17: 439–461.
- [28] Irvine, P.J., Pontiff, J. (2008). "Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition". *Review of Financial Studies* 22: 1149–1177.
- [29] Kale, J.R., Loon, Y.C. (2011). "Product market power and stock market liquidity". *Journal of Financial Markets* 14: 376–410.
- [30] Kubick, Thomas R., Lynch, Daniel P., Mayberry, Michael A., and Thomas C. Omer. (2014). "Product Market Power and Tax Avoidance: Market Leaders, Mimicking Strategies, and Stock Returns". *The Accounting Review*, In-Press.
- [31] LaFond, R., Lang, M., Skaife, H. (2007). "Earnings Smoothing, Governance and Liquidity: International Evidence", *Working paper. Available at <http://ssrn.com>*.
- [32] Peress, J. (2010). "Product market competition, insider trading and stock market efficiency". *Journal of Finance* 65: 1–43.
- [33] Rubin, A. (2007). "Ownership level, ownership concentration and liquidity". *Journal of Financial Markets* 10: 219–248.
- [34] Tookes, H.E. (2008). "Information, trading, and product market interactions: cross-sectional implications of informed trading". *Journal of Finance* 63: 379–413.
- [35] Yoon, Seokhyun Aaron. (2011). A Mathematical Methods in the Social Sciences (MMSS) Program, Northwestern University, Evanston, IL 60201, USA.
- تهران". *تحقیقات مالی*، دوره ۱۲، شماره ۲۹: ۱۱۱–۱۲۸.
- [۱۹] یعقوب‌نژاد، احمد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و علی ذبیحی. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال ۴، شماره ۱۳: ۱۵۷–۱۷۳.
- [20] Amihud, Y. (2002). "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects". *Journal of Financial Markets* 5: 31–56.
- [21] Chun, H., Kim, J.-W., Morck, R., Yeung, B. (2008). "Creative destruction and firm-specific performance heterogeneity". *Journal of Financial Economics* 89: 109–135.
- [22] Chung H., Sheu H., and Wang J. (2009). "Do firms' earnings management practices affect their equity liquidity?", *Finance Research Letters* 6: 152–158.
- [23] Datta, Sudip., Datta, Mai Iskandar. & Vivek Singh. (2013). "Product market power, industry structure, and corporate earnings management". *Journal of Banking & Finance* 37: 3273–3285.
- [24] Demsetz, H. (1968). "The cost of transacting". *Quarterly Journal of Economics* 82: 33–53.
- [25] Dennis, P.J., Weston, J.P. (2002). "Who's informed? An analysis of stock ownership and informed trading". *AFA Atlanta Meetings*.
- [26] Gaspar, J.-M., Massa, M. (2006). "Idiosyncratic volatility and

