

Paper Type: Original Article



The Effect of Stock Liquidity on Company's Future Investment: A Study of the Iranian Capital Market

Zahra Nadafi*¹, Mohammad Reza Pourali²

¹Department of Financial Management, Ayandegan Institute of Higher Education, Tonekabon, Iran.

²Department of Accounting, Chalus Branch, Islamic Azad University, Chalus, Iran.

Citation:



Nadafi, Z. & Pourali, M. R. (2020). The effect of stock liquidity on company's future investment: a study of the Iranian capital market. *Innovation management and operational strategies*, 1(3), 269-283.

Received: 10/09/2020

Reviewed: 31/10/2020

Revised: 16/11/2020

Accept: 09/12/2020

Abstract

Purpose: The purpose of this study was to measure the impact of stock liquidity on future investment in companies listed in the Tehran Stock Exchange.

Methodology: For this purpose, 95 companies during the period 2012-2019 were selected as the sample size of the study. The research method is descriptive-correlation and multiple regression using panel-data method has been used to estimate the regression model with panel data and for analysis.

Findings: The results of this study showed that stock liquidity has a negative and significant effect on the company's future investment. The results show that there is no significant difference between stock liquidity and corporate future investment in large and small companies as well as companies with information symmetry and information asymmetry.

Originality/Value: This means that the size of companies and the speed of information dissemination in the market do not affect the relationship between stock liquidity and future investment and the market reacts to any information.

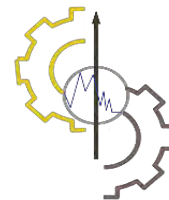
Keywords: Stock liquidity, Company future investment, Information asymmetry.

JEL Classification: E44, D82, P45.

*Corresponding Author

Email Address: zahnadafi11@gmail.com

10.22105/IMOS.2021.272228.1031



تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها: مورد مطالعه بازار سرمایه ایران

زهرا ندافی^{۱*}، محمدرضا پورعلی^۲

^۱گروه مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی آیندگان، تنکابن، ایران.

^۲گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، چالوس، ایران.

دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۲۰	بررسی: ۱۳۹۹/۰۸/۱۰	اصلاح: ۱۳۹۹/۰۸/۲۶	پذیرش: ۱۳۹۹/۰۹/۱۹
--------------------	-------------------	-------------------	-------------------

چکیده

هدف: هدف پژوهش حاضر سنجش تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

روش‌شناسی پژوهش: بدین منظور تعداد ۹۵ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۸ به‌عنوان حجم نمونه پژوهش انتخاب گردید. روش تحقیق توصیفی-همبستگی است و برای تخمین مدل رگرسیونی با داده‌های تابلویی و برای تجزیه و تحلیل از رگرسیون چندگانه به روش پانل-دیتا استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج نشان می‌دهد بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک و همچنین شرکت‌های دارای تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی تفاوت معناداری وجود ندارد.

اصالت/ارزش افزوده علمی: این بدان معنای است که اندازه شرکت‌ها و سرعت نشر اطلاعات در بازار بر ارتباط بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی مؤثر نیست و بازار به هرگونه از اطلاعات واکنش نشان می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: نقدشوندگی سهام، سرمایه‌گذاری آتی شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی.

طبقه‌بندی JEL: E44, D82, P45.

* نویسنده مسئول

آدرس رایانامه: zahranadafi11@gmail.com

شناسه دیجیتال: 10.22105/IMOS.2021.272228.1031



نقدشوندگی را می‌توان توانایی بازار در جذب حجم عظیمی از معاملات، بدون ایجاد نوسان بیش از حد در قیمت تعریف کرد. یکی از ویژگی‌های اصلی بازارهای نقد^۱ اندک بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. همچنین نقدشوندگی موجب موفقیت در عرضه‌های عمومی سهام در بازارهای ثانویه می‌شود و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیره نویسان^۲ و بازسازان^۳ می‌شود. علاوه بر آن، هزینه سرمایه از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد؛ بنابراین، از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقد برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است. این امر، هزینه سرمایه ناشران را نیز کاهش می‌دهد. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقد، امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را فراهم می‌آورد (الهی^۴، ۲۰۱۲).

در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می‌شود، به این معناست که در عین سادگی درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است. در واقع نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد (کاظمی و حیدری^۵، ۲۰۱۳).

از این رو می‌توان بیان داشت اکثر سرمایه‌گذاران، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام با سرعت نقدشوندگی پایین را ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی، صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام، می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. نیاز به درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش معامله‌گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری است (چانگ^۶ و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاران در پی آنند تا در اقلامی از دارایی‌های ممکن سرمایه‌گذاری کنند که دارای مشخصات زیر باشد: (۱) بیشترین بازده، (۲) کمترین ریسک، (۳) بیشترین قدرت نقدشوندگی (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ اوریهارا^۷، ۲۰۱۷).

هدف از سرمایه‌گذاری، قبل از هر چیز، افزایش ارزش و یا حداقل حفاظت از دارایی مالی است؛ بنابراین، به نظر می‌رسد، ارزیابی عملکرد سبد سهام برای سرمایه‌گذاران از لحاظ نقدشوندگی مهم است، خواه یک فرد، به صورت انفرادی سبد سهام خود را بررسی کند و یا سبد سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهد. ارتباط بین نقدشوندگی بازار سهام و تصمیمات شرکت‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری موجب سردرگمی مداوم در ادبیات مالی شرکت‌ها می‌گردد. می‌توان ادعا کرد که چون هزینه سهام عاملی برای تنزیل جریان نقدی آتی است، منطقی می‌باشد که انتظار رود که کاهش هزینه سهام ناشی از افزایش نقدینگی سهام در نهایت موجب رشد سرمایه‌گذاری‌های آتی شود (آلحسن و ناکا^۸، ۲۰۲۰).

¹ Cash Markets

² Risks to acceptors

³ Marketers

⁴ Elahi

⁵ Kazemi & Heydari

⁶ Chung

⁷ Orihara

⁸ Alhassan & Naka

آمیهود و مندلسون^۱ (۱۹۸۶) معتقدند که نقدشوندگی تأثیر مثبتی در سرمایه‌گذاری بازار دارد و استدلال می‌کنند که وقتی نقدشوندگی بالا باشد، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد، در نتیجه نرخ پایین‌تری برای تنزیل سرمایه‌گذاری‌های جدید استفاده می‌شود (محمدزاده سالطه^۲ و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین سهامی که از نقدشوندگی خوبی برخوردار باشد مورد توجه متقاضیان بازار سرمایه است. شرکت‌ها نیز برای کسب منابع مالی موردنظر خود توجه ویژه‌ای به بازار سرمایه دارند. تأمین منابع مالی موردنیاز برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صورتی مقرون‌به‌صرفه و مؤثر است که سهام شرکت، تقاضای فراوانی داشته باشد (ستایش و همکاران^۳، ۲۰۱۱). از طرفی نقدشوندگی سهام دارای اثر بازخورد بر ارزش شرکت است که با کاهش هزینه سرمایه بر سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت‌ها مؤثر می‌باشد (حسینی نیا و قنبری^۴، ۲۰۱۶) و دارای رابطه مثبت و معناداری با مدیریت سود می‌باشد (اوزکایا^۵، ۲۰۲۱). یوباه و آگییه^۶ (۲۰۱۲) دریافتند که بین سودآوری و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (پورعلی و همکاران^۷، ۲۰۱۳)؛ بنابراین با توجه آنچه مطرح شده است، در این پژوهش سعی می‌شود که به این سؤال پاسخ دهد که آیا نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- نقدشوندگی^۸

بازارهای سرمایه به‌منظور تخصیص بهینه منابع و در نتیجه افزایش رفاه جامعه ایجاد شده‌اند. ویژگی‌های اصلی بازارهای مالی جهت تحقق این هدف شامل ۱- حضور مؤسساتی که قدرت جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده را داشته باشند ۲- وجود ابزارهای مالی متعدد و متنوع که بازار و توزیع ریسک را تکمیل کند و ۳- بازاری که بتوان در آن دارایی‌ها را در کمترین زمان و هزینه ممکن معامله کرد می‌باشد. بنابراین یکی از اصلی‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. تئوری‌های جدید پیش‌بینی می‌کنند که هم میزان نقدشوندگی و هم ریسک نقدشوندگی در بازار قیمت‌گذاری می‌گردد (ابزری و همکاران^۹، ۲۰۱۴).

موضوع نقدشوندگی در سال‌های اخیر توجه زیادی را در مطالعات دانشگاهی و همچنین در نشریات مهم به خود معطوف نموده است. نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از «قابلیت خرید و فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن». براساس تعریف، نقدشوندگی در صورت عدم حضور هزینه‌های معاملاتی^{۱۰} به تحقق می‌پیوندد. هزینه‌های معاملاتی به دو دسته آشکار و ضمنی تقسیم می‌شوند. هزینه‌های آشکار شامل کارمزدهای کارگزاران و مالیات است که عموماً به‌راحتی قابل اندازه‌گیری‌اند. اما هزینه‌های ضمنی شامل هزینه عدم دسترسی آسان به اطلاعات صحیح و کامل، هزینه‌های جستجو، عدم کارایی تکنولوژیک، تفاوت بین عرضه و تقاضا، رقابت ناقص و عوامل دیگر می‌باشد. بنا بر تئوری بازار کارا، یکی از خصوصیت‌های بازارهای کارا و ایده‌آل عدم وجود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. حسابداری یکی از منابع اطلاعاتی است (ایمنی^{۱۱}، ۲۰۲۰) که می‌تواند با ارائه اطلاعات مربوط و

¹ Amihud & Mendelson

² Jiang

³ Setayesh et al.

⁴ HosseiniNia & Ghanbari

⁵ Özkaya

⁶ Yeboah & Agyei

⁷ Pourali et al.

⁸ Liquidity

⁹ Abzari et al.

¹⁰ Trading Cost

¹¹ Imeni

قابل اتکا ناکارایی اطلاعاتی بازار را کمتر کرده و از این طریق بر بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد. لذا نقدشوندگی سهام می‌تواند به‌عنوان معیاری برای کارایی بازار به‌خصوص به لحاظ اطلاعاتی مطرح شود و به شکل گسترده در بررسی عوامل مؤثر بر ارائه اطلاعات مفید بکار گرفته شود. می‌دانیم که محتوای اطلاعاتی را از طریق واکنش بازار می‌سنجند. به‌طور کلی در بازارها شاهد دو نوع واکنش نسبت به اطلاعات هستیم. اولین واکنش، اثر قیمتی اطلاعات بر اوراق بهادار است. بانرجی^۱ (۱۹۹۲) دریافت که سرمایه‌گذاران بازار سهام اطلاعات خود را نادیده می‌گیرند و بر اساس استراتژی دیگران تصمیم می‌گیرند (لرگانی و همکاران^۲، ۲۰۱۳) که اکثر تحقیقات حسابداری به بررسی این واکنش نسبت به اطلاعات حسابداری پرداخته‌اند؛ اما بازار به‌صورت اثر حجمی نیز نسبت به اطلاعات واکنش نشان می‌دهد. این واکنش به‌صورت افزایش یا کاهش در عرضه تقاضا یا میزان خریدوفروش سهام مشاهده می‌گردد که ممکن است همراه یا بدون تغییر در قیمت سهم به وقوع بپیوندد. این اثر در شاخص‌های نقدشوندگی نمایان می‌گردد و تاکنون کمتر مورد توجه و استفاده محققان حسابداری قرار گرفته است. نقدشوندگی نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند و معیاری برای کارایی بازار به‌خصوص به لحاظ اطلاعاتی است. علاوه بر جنبه تئوری به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت‌های موجود همانند پدیده صف‌های خریدوفروش و مشکلات بسیار دیگر، توجه به نقدشوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب تقسیم هر چه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های سبب‌گردانی و انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی آنان شود. مطالعات نشان می‌دهد که هزینه معاملات در بازارهای امریکا به لحاظ اقتصادی بااهمیت بوده است (اسلامی و هنردوست^۳، ۲۰۱۶).

نقدشوندگی به‌خصوص پس از وقوع بحران جهانی و سقوط بازارهای مالی اهمیت ویژه‌ای یافته است و برای بازار سرمایه ایران نیز مهم می‌باشد. پدیده صف‌های خریدوفروش بیانگر وجود مشکلات نقدشوندگی در بازار ایران است. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند. تعداد بسیاری از تحقیقات به تأثیرات نقدشوندگی بر بازده مورد انتظار پرداخته‌اند (به‌عنوان مثال از آخرین تحقیقات می‌توان به آمیهود^۴ و همکاران (۲۰۰۵) و ایزلی و اهره^۵ (۲۰۰۴) اشاره کرد). با توجه به اهمیت نقدشوندگی شناخت در مورد عوامل مؤثر بر آن می‌تواند در بهبود آن یاری بخش باشد. نقدشوندگی به‌عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده بازده دارایی‌ها اولین بار توسط کینز^۶ (۱۹۳۰) مطرح شد. او بیان کرد که یک دارایی زمانی نسبت به دارایی دیگر نقدشوندگی بیشتری دارد که بتوان آن را در کوتاه‌ترین زمان ممکن و بدون تحمل زیان تبدیل نمود. فرناندز^۷ (۱۹۹۹) عنوان می‌کند که نقدشوندگی قابل‌اندازه‌گیری به‌وسیله یک معیار مطلق نیست. بلکه باید آن را در مقیاسی ارزیابی نمود که عناصر کلیدی مفهوم نقدشوندگی چون حجم، زمان و هزینه‌های معاملاتی را در برگیرد (نوبهار^۸، ۲۰۰۹).

شوشن زو (۲۰۰۳) در مطالعات خود توانسته است بین این دو مفهوم رابطه‌ای را شناسایی کند. به نظر او رابطه تئوریک بین این دو نوع نقدشوندگی در نگاه اول مشخص نمی‌شود. او در مدل پیشنهادی خود عدم تقارن اطلاعاتی را رابط بین این دو مفهوم معرفی می‌کند. به این صورت که نقدشوندگی پایین دارایی‌های شرکت منجر به کم شدن قابلیت تبدیل آن‌ها به دارایی‌های دیگر توسط مدیر می‌شود. عدم انعطاف‌پذیری دارایی‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی

¹ Banerjee

² Largani et al.

³ Aslami & Honardust

⁴ Amihud

⁵ Easley & Ohara

⁶ Keynes

⁷ Fernandez

⁸ Nobahar

منتهی شده که این امر منجر به نقدشوندگی بالای سهم می‌گردد. برای مدیران شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدشونده کمتری دارند، مشکل است که این دارایی‌ها را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از دارایی‌های شرکت که قابلیت تبدیل به نقدشودن کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقدشودن بالا نباشند، این دارایی‌ها باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. هزینه‌های نمایندگی کمتر برای سهامداران به معنی بیشتر بودن نسبت سود تقسیمی و یا سود سرمایه‌ای می‌باشد. به بیان دیگر سهامداران باید سهم را در بازار خریداری کنند و برای شناسایی سود سرمایه‌ای باید سهم را در بازار به فروش برسانند. یعنی هزینه‌های نمایندگی کمتر باید از طریق معامله شناسایی شود و سود به سهامداران منتقل گردد. نقدشوندگی بالای سهم به سهامداران در کسب سود بیشتر در نتیجه پایین بودن هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. همچنین مسئله جایگزینی کمتر و به طبع آن سرمایه‌گذاری کمتر همراه به هزینه‌های نمایندگی پایین می‌تواند به معنی عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بین مدیران و افراد درونی شرکت و سرمایه‌گذاران بیرونی باشد (احمدپور و باغبان^۱، ۲۰۱۵).

۲-۲- معیارهای نقدشوندگی

نقدشوندگی یک متغیر ملموس و قابل مشاهده نمی‌باشد با این وجود برای مطالعه و بررسی تأثیر نقدشوندگی بر روی قیمت بازار سهام می‌بایست نقدشوندگی در قالب عبارات کمی بیان شود. اکتین و وین^۲ (۱۹۹۷) بیان می‌کنند حدود ۶۸ معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار وجود دارد که در مقالات مختلف به کار گرفته شده است. این موضوع نشان‌دهنده عدم توافق در مورد بهترین معیار برای استفاده می‌باشد. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار سهام را در یک طیف از معیارهای مبتنی بر سفارشات سهام^۳ تا معیارهای مبتنی بر معاملات سهام^۴ قرار داد (عباسی و رجب‌پور^۵، ۲۰۱۳).

۲-۲-۱- معیارهای مبتنی بر سفارشات سهام

این دسته از معیارهای نقدشوندگی بازار، مستقیماً هزینه‌های مربوط به معامله سهام همچون حق‌الزحمه کارگزاران، تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، اثر بازار، هزینه‌های جستجو و غیره را اندازه‌گیری می‌کنند. یکی از نقایص اصلی این گروه از معیارهای نقدشوندگی بازار این است که در صورتی که معاملات سهام در قیمت‌هایی متفاوت و یا حتی خارج از قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش به انجام برسد در آن صورت قیمت سهام در پایان روز معاملات^۶ نیز از قیمت‌های پیشنهادی خرید یا فروش انحراف پیدا خواهد کرد. علاوه بر این قیمت‌های پیشنهادی خرید یا فروش همیشه در تمامی بازارها و برای همه دوره‌های زمانی آماده و در دسترس نمی‌باشد (چائوهان^۷ و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۲-۲- معیار تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش

سرمایه‌گذاران دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی سهام، صرفاً سهولت در خرید و فروش سهام مورد نظر است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. برخی دیگر از عوامل مربوط

¹ Ahmadpour & Baghban

² Aitken & Winn

³ Order – based Measures

⁴ Trade – based Measures

⁵ Abbasi & Rajabpour

⁶ Closing Price

⁷ Chauhan

به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله شده در هر روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید می باشد. نیاز به درک و اندازه گیری عوامل تعیین کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش معامله گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری می باشد. متغیر متعارف در تصمیم گیری در مورد دو حوزه، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می باشد. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بالاتر، موجب کاهش نقدشوندگی بازار سهام می گردد و بالعکس؛ بنابراین درک و اندازه گیری عوامل تعیین کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در ارزیابی تناسب محصولات و ساختارهای مختلف بازار سرمایه بسیار مهم می باشد (حجازی و همکاران^۱، ۲۰۱۵).

۳-۲-۲- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

قیمت پیشنهادی خرید^۲ بالاترین قیمتی است که توسط معامله گر برای خرید اوراق بهادار پیشنهاد می شود و قیمت مورد درخواست فروش^۳ پایین ترین قیمتی است که معامله گران حاضرند اوراق بهادار خود را به آن قیمت به فروش برسانند. به اختلاف بین قیمت پیشنهادی فروش سهام و قیمت پیشنهادی خرید سهام اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می گویند؛ که به دو صورت محاسبه می گردد.

۱- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام با استفاده از رابطه زیر که در پژوهش دمستز^۴ در سال ۱۹۶۸ به کار گرفته شده است، به دست می آید.

$$ABS = AP_{it} - BP_{it}$$

۲- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام با استفاده از رابطه زیر که در پژوهش آمیهود و مندلسون^۵ در سال ۱۹۶۸ به کار گرفته شده است، به دست می آید.

$$RS = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{(AP_{it} + AP_{it})/2} \times 100$$

BA_{it}: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی شرکت i در دوره t.

¹ Hejazi et al.

² Bid Price

³ Ask Price

⁴ Demsetz

⁵ Amihud & Mendelson

AP_{it}: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t.
BP_{it}: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t (خجسته و تهرانی^۱، ۲۰۱۷).

– مبنای نظری اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اوراق بهادار

زمانی که اوراق بهادار انتشار می‌یابند به موجودیت خود در بازار ادامه می‌دهد تا باز خرید شود یا به سر رسید پرداخت برسد؛ اما برخی دیگر از انواع اوراق بهادار را عده‌ای فروخته و عده‌ای دیگر آن را خریداری می‌کنند؛ بنابراین دو نوع بازار خواهیم داشت نوع اول بازاری است که برای تمام اوراق بهادار وجود دارد و نوع دوم، بازاری است که جریان خرید و فروش اوراق بهادار را در طی زمان پیگیری می‌کند

در یک بازار مالی سازمان یافته، نقش بازارسازان ایجاد جریان دوطرفه برای قیمت پیشنهادی خرید و فروش در تمام شرایط می‌باشد به طور خلاصه بازارسازها مسئولیت تنظیم بازار را بر عهده خواهند داشت و برای اجرای این وظیفه آنان باید موجودی مناسبی از اوراق بهادار را در اختیار داشته باشند تا بتوانند نوسانات قیمت‌ها را کنترل نمایند. نگهداری موجودی برای این افراد هزینه‌هایی در بر خواهد داشت که از طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اوراق بهادار این هزینه‌ها را جبران می‌کنند. به بیان ریاضی می‌توان گفت که $Q = (pa - pb)$ درآمد بازارسازان می‌باشد (زمانی و فغانی^۲، ۲۰۱۶).

۲-۳- ابعاد نقدشوندگی بازار

به طور کلی نقدشوندگی بازار به عمق، عرض (گستره)، انعطاف پذیری و همچنین سرعت معاملات در بازار بستگی دارد:

۱- عمق بازار^۳: تأثیر معاملات با حجم زیاد بر قیمت

۲- عرض بازار^۴: نسبتی از کل بازار است که در حرکت قیمتی صعودی یا نزولی بازار مشارکت دارد؛ به عبارت دیگر این معیار به میزان استحکام بازار بستگی دارد و بنابراین نشانگر هزینه تغییر موقعیت در بازار است. شاخص متداول اندازه گیری عرض بازار، فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است؛ به عبارت دیگر در یک بازار نقد، به منظور جلوگیری از تغییرات شدید قیمت، باید فاصله مزبور به اندازه کافی کم باشد.

۳- انعطاف پذیری بازار^۵: مدت زمانی است که پس از نوسان شدید قیمت باید طی شود تا بازار به حالت تعادل برسد. به طور معمول این نوسانات در اثر انتشار اخبار (معمولاً اخبار منفی) یا معاملات با حجم بزرگ رخ می‌دهند. بازار انعطاف پذیر بازار توانمندی است که در آن قیمت‌ها در مدت زمان کوتاهی به میانگین یا مقدار منطقی خود باز می‌گردند.

۴- زمان: سرعتی که در آن معاملات توسط بازار جذب می‌شوند. در یک بازار نقد، معاملات با کمترین وقفه زمانی ممکن اجرا می‌شوند (نیکبخت و اسکندری^۶، ۲۰۱۶).

¹ Khojasteh & Tehrani

² Zamani & Faghani

³ Depth

⁴ Breadth

⁵ Resiliency

⁶ Nikbakht & Eskandari





در هر بازار مالی، با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای گوناگونی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است؛ زیرا برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است، به سرعت به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری نیاز داشته باشند از این رو سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار از سوی سرمایه‌گذاران خواهد بود. این امر سبب می‌شود تا شرکت‌ها به منابع مالی گسترده‌تری دست یابند و بتوانند سرمایه‌گذاری‌های مناسبی را در آینده جهت کسب بازده بیشتر انجام دهند. مطالعات پیشین نشان داد که بین سرمایه‌گذاری آتی و جریان نقد آزاد، فروش‌ها، نگهداشت وجه نقد و فرصت‌های آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در مقابل اهرم مالی دارای رابطه منفی می‌باشد (آلحسن و ناکا، ۲۰۲۰).

۴- پیشینه پژوهش

کاظمی و حیدری (۲۰۱۳)، تحقیقی با عنوان رابطه بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین نقدشوندگی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و بین نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

ابزری و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی اثر نقدشوندگی بر بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با روشی ترکیبی جهت پوشش ابعاد مختلف نقدشوندگی در قالب یک سنجه واحد، اثر نقدشوندگی بر بازده سهام را مطالعه کردند. نتایج نشان داد که نقدشوندگی در قالب الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مازاد بازده سهام را به‌طور مثبتی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

حسینی نیا و قنبری (۲۰۱۶)، تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین محدودیت مالی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین محدودیت مالی و نقدشوندگی سهام یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فروغ نژاد و همکاران^۱ (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. در این پژوهش، برای کمی‌سازی نقدشوندگی سهام از سه معیار نسبت حجم معاملات سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نسبت نقدشوندگی آمیهود استفاده شده است. در این راستا، نمونه‌ای متشکل از ۱۱۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ انتخاب گردید و برای آزمون آن‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده گردید. یافته‌های تجربی حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار و مثبت نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری از لحاظ آماری تأیید می‌شود.

قدیری مقدم و همکاران^۲ (۲۰۱۶)، پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی بازار سهام در سطوح مختلف فرصت‌ها و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. حجم جامعه آماری شامل ۱۰۳ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ انتخاب گردید و برای آزمون آن‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده گردید. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل

¹ Foroughnejad

² Gadiiri Moghadam



داده‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۱۹٪ نشان می‌دهد با در نظر گرفتن سطوح مختلف بحران و فرصت‌های مالی رابطه مثبت و معنی‌داری بین سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

لوکیل^۱ (۲۰۱۵)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام، قیمت بازخورد و نقدشوندگی دارایی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تونس انجام داد. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تونس در بازه زمانی ۱۹۹۹ لغایت ۲۰۱۰ انجام شده است. نتایج تجربی تأیید می‌کند که نقدشوندگی بورس سهام نقش مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد.

ژی‌یوانگ^۲ (۲۰۱۶)، تحقیقی با عنوان رابطه نقدشوندگی سهام با سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین انجام داد. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکت با نقدشوندگی سهام رابطه مثبت دارد. علاوه بر این، محدودیت مالی، رشد شرکت و ریسک بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، نقدشوندگی سهام می‌تواند به شرکت کمک کند تا از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر استفاده شود.

کانگ^۳ و همکاران (۲۰۱۷)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: شواهدی در مورد تأثیر قیمت تجارت انجام دادند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به نقدشوندگی سهام کمک می‌کند. این مطالعه یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری غیرعادی شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام در سطح مقطعی را نشان می‌دهد.

الحسن و ناکا (۲۰۲۰)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها: شواهدی از بازارهای نوظهور انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی وجود دارد.

۵- روش پژوهش

این پژوهش از حیث روش توصیفی و از نظر هدف، کاربردی بوده و داده‌های مورد نیاز آن از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. کلیه اطلاعات مالی مورد استفاده در این پژوهش از صورت‌های مالی منتشر شده شرکت‌ها در فزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز بدست آمده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۸ براساس شرایط زیر تعداد ۹۵ شرکت (۷۶۰ سال- شرکت) می‌باشد.

- 0 شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده‌اند.
- 0 شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند.
- 0 شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
- 0 شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها).
- 0 شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است.
- 0 شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبود.

¹ Loukil
² Xiong
³ Kang

۶- فرضیه، متغیرها و مدل پژوهش



فرضیه این پژوهش مبنی بر اینکه بین نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. براساس مدل الحسن و ناکا (۲۰۲۰) مورد آزمون قرار گرفت:

$$\frac{I_{i,t+1}}{TA_{i,t}} \cong \delta_i \cdot \varepsilon_1 Liquidity_{i,t} \cdot \varepsilon_2 \frac{FCF_{i,t+1}}{TA_{i,t}} \cdot \varepsilon_3 Leverage_{i,t} \cdot \varepsilon_4 Sales_{i,t} \cdot \varepsilon_5 Cash_{i,t} \cdot \varepsilon_6 Q_{i,t} \cdot \eta_{i,t} \quad (1)$$

که در رابطه (۱) نشان دهنده مخارج سرمایه‌ای است که از تفاوت دارایی‌های ثابت سال جاری و سال قبل تقسیم بر کل دارایی‌ها (TA) حاصل شده است.

همچنین برای سنجش نقدشوندگی (Liquidity) از شاخص اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است که از رابطه (۲) حاصل می‌گردد:

$$Liquidity_{i,t} \cong \frac{(Ask\ Price - Bid\ Price)_{i,t}}{(Ask\ Price + Bid\ Price)_{i,t}} \quad (2)$$

که AP برابر میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام و AB برابر میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام. همچنین $FCF_{i,t+1}$ برابر سود عملیاتی منهای سود نقدی تقسیم بر کل دارایی‌ها حاصل می‌گردد. اهرم مالی (Leverage) برابر تقسیم کل بدهی بر کل دارایی‌ها. نسبت فروش (Sales) که از تقسیم کل فروش بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید. نگهداشت وجه نقد (Cash) از تقسیم مجموع نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها (صمدی‌لرگانی و ایمنی^۱، ۲۰۱۳). شاخص کیوتوبین (Q) از مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر کل ارزش دفتری دارایی‌ها حاصل می‌گردد.

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی داده‌ها

جدول ۱ آمار توصیفی داده‌ها را براساس شاخص‌های مرکزی نشان می‌دهد:

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی.

Table 1- Descriptive statistics results.

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری آتی	$I_{i,t+1}/TA_{i,t}$	۰/۰۳۲۷	۰/۰۰۴۴	۰/۹۹۲۷	-۰/۴۸۲۳	۰/۱۵۵۱
نقدشوندگی	$Liquidity_{i,t+1}$	۰/۰۳۷۵	۰/۰۳۵۱	۰/۴۹۸۴	۰/۰۰۰۹	۰/۰۳۶۱
جریان نقد آزاد	$FCF_{i,t+1}/TA_{i,t}$	۰/۱۴۴۱	۰/۱۱۹۲	۰/۵۶۲۰	-۰/۳۱۴۴	۰/۱۴۱۲
اهرم مالی	Leverage	۰/۰۶۲۲	۰/۰۳۶۳	۰/۷۴۶۴	۰/۰۰۰۲	۰/۰۷۹۷
فروش	Sales	۰/۵۹۰۷	۰/۶۰۱۵	۱/۹۵۶۸	۰/۰۴۶۹	۰/۲۴۱۰

¹ Samadi Largani & Imeni

نگهداشت نقد	Cash	۰/۰۵۹۱	۰/۰۳۷۸	۰/۳۳۵۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۵۹۴
ارزش شرکت	Q	۲/۱۳۶۳	۱/۹۸۴۸	۳/۹۸۹۱	۱/۰۰۳۱	۰/۷۸۳۴

مطابق نتایج حاصل از جدول فوق می‌توان بیان داشت متوسط سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های مورد مطالعه حدود ۳ درصد است. متوسط نقدشوندگی در جامعه مورد مطالعه برابر ۳/۷۵ درصد می‌باشد. میانگین جریان نقد آزاد و اهرم مالی برابر ۱۴ درصد و ۶ درصد بوده است. نسبت فروش به دارایی به طور میانگین ۶۰ درصد است و شرکت‌ها حدود ۶ درصد از وجه نقد خود را نگهداری می‌کنند. همچنین شاخص کیوتوبین که نشان دهنده ارزش شرکت‌ها است حدود ۲ برابر می‌باشد.

۷-۲- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

نتایج آزمون فرضیه پژوهش براساس داده‌های ترکیبی و اثرات ثابت در جدول ۲ بیان شده است. لازم به ذکر است تمامی آزمون‌های پیش فرض رگرسیون انجام شده است که به علت محدودیت در متن اصلی بیان نشده است.

جدول ۲- نتایج آزمون فرضیه پژوهش مبتنی بر اثرات ثابت.
Table 2 - Test results of research hypothesis based on fixed effects.

نام متغیر	پیش‌بینی علامت	نماد متغیر ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نقدشوندگی	+	LIQ	۰/۰۸۲۳	-۱/۸۴۰۹	۰/۰۶۶۱
جریان نقد آزاد	+	FCF	۰/۰۷۳۳	۳/۲۸۸۱	۰/۰۰۱۱
اهرم مالی	-	LEV	۰/۰۵۲۷	۳/۹۹۴۱	۰/۰۰۰۱
فروش	+	SALE	۰/۰۱۶۷	۳/۳۹۳۴	۰/۰۰۰۷
نگهداشت وجه نقد	+	CASH	۰/۰۰۵۰	-۰/۸۴۷۰	۰/۳۹۷۳
ارزش شرکت	+	Q	۰/۰۰۸۶	۰/۸۳۳۴	۰/۴۰۴۹
عرض از مبداء	+	C	۰/۰۴۱۱	-۴/۰۹۴۴	۰/۰۰۰۰
		F statistic	۶/۰۲۹۷		
		R-squared	۰/۳۳۵۱		
		Adj R-squared	۰/۲۷۳۹		
		Prob	۰/۰۰۸۷		

براساس نتایج جدول ۲ مقدار آماره توزیع F فیشر برابر ۶/۰۲۹۷ است و سطح معناداری آن نیز معادل (۰/۰۰۰) است که بیانگر معناداری کلی مدل پژوهش می‌باشد. نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۰ درصد نشان داد که بین نقدشوندگی رابطه منفی با سرمایه‌گذاری آتی وجود دارد و همچنین، جریان نقد آزاد، اهرم مالی و نسبت فروش با سرمایه‌گذاری آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیانی فرضیه پژوهش در سطح ۹۰٪ مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد؛ یعنی با افزایش نقدشوندگی سبب کاهش سرمایه‌گذاری‌های آتی می‌شود. همچنین با افزایش جریان نقد آزاد، اهرم مالی و نسبت فروش سرمایه‌گذاری آتی افزایش خواهد یافت.



۳-۷- نتایج آزمون اضافی فرضیه پژوهش براساس شرکت‌های بزرگ و کوچک

براساس مبانی نظری شرکت‌های بزرگ و کوچک به علت داشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و دسترسی به بازارها جهت کسب سرمایه باهم متفاوت هستند (الحسن و ناکا، ۲۰۲۰)؛ لذا در این پژوهش در دو جامعه شرکت‌های بزرگ و کوچک فرضیه حاضر با استفاده از نرم‌افزار استاتا ۱۴ و آزمون پترنوستر مورد بررسی قرار می‌گیرد. لازم به توضیح است که شرکت‌ها بالای میانه لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها عدد ۱ یعنی بزرگ (۴۰۰ مشاهده) و عدد ۰ یعنی شرکت‌های کوچک (۳۶۰ مشاهده). نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که نقدشوندگی در بین شرکت‌های بزرگ و کوچک تفاوتی با هم ندارند. به بیانی تمامی شرکت‌های بزرگ و کوچک دغدغه نقدشوندگی را در بازار سرمایه دارند تا از این طریق بتوانند سرمایه‌های مورد نیاز خود را جهت سرمایه‌گذاری مناسب و با ارزش فعلی مثبت کسب نمایند.

جدول ۳- آزمون پترنوستر برای فرضیه پژوهش در شرکت‌های بزرگ و کوچک.

Table 3- Paternoster test for large and small companies.

```
. di "T_liq="T_liq " pT_liq="pT_liq
T_liq=1.0695182 pT_liq=.28517847

. di "F_liq="F_liq " pF_liq="pF_liq
F liq=1.1438693 pF liq=.28517847
```

۴-۷- نتایج آزمون اضافی فرضیه پژوهش براساس عدم تقارن اطلاعاتی

مطابق مبانی نظری هرچقدر عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها بالاتر باشد بر سرعت نقدشوندگی آن‌ها تأثیر می‌گذارد به بیانی عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر برابر با سرعت نقدشوندگی پایین‌تر؛ لذا در این پژوهش در دو جامعه شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین فرضیه حاضر با استفاده از نرم‌افزار استاتا ۱۴ و آزمون پترنوستر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در این پژوهش با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MtB) درجه عدم تقارن اطلاعاتی را به دست آمد و هرچه نسبت بالاتر باشد، عدم تقارن اطلاعات نیز جدی‌تر است. از این‌رو نمونه به دو گروه تقسیم شد (عدم تقارن اطلاعاتی بالا و عدم تقارن اطلاعاتی کم). هنگامی که این نسبت برای شرکتی در صنعت خاص، بالاتر از حد متوسط در همان سال باشد، آن در گروه بالا و در غیر این صورت گروه پایین طبقه‌بندی می‌شود. نتایج نشان داده است که ۴۱۱ مشاهده در گروه عدم تقارن اطلاعاتی بالا است و ۳۴۹ مشاهده در گروه پایین دسته‌بندی می‌شود. نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که نقدشوندگی در بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و کم تفاوتی با هم ندارند.

جدول ۴- آزمون پترنوستر برای شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی.

Table 4- Paternoster test for companies with information asymmetry.

```
. di "T_liq="T_liq " pT_liq="pT_liq
T_liq=.12696633 pT_liq=.8990009

. di "F_liq="F_liq " pF_liq="pF_liq
F liq=.01612045 pF liq=.8990009
```



نتایج نشان داد در سطح اطمینان ۹۰ درصد بین نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری آتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به بیانی با افزایش نقدشوندگی، فرصت برای سرمایه‌گذاری آتی کاهش می‌یابد. نتایج پژوهش مخالف با نتایج پژوهش بکر-بلس و پایول^۱ (۲۰۰۶)، مونوز^۲ (۲۰۱۳) و الحسن و ناکا (۲۰۲۰) است. بکر-بلس و پایول (۲۰۰۶) معتقدند شرکت‌هایی که جزء ۵۰۰ شرکت بازار باشند به علت اقبالشان در بازار دارای قدرت نقدشوندگی بالاتری هستند که همین امر موجب می‌شود آن‌ها در آینده دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتری باشند. مونوز (۲۰۱۳) دریافت که نقدشوندگی به طور مثبت بر سرمایه‌گذاری‌های آتی تأثیرگذار است و در شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های دارای نسبت بازار به دفتری کمتر دیده شده است، بالاتر می‌باشد که البته با نتایج پژوهش متناقض است. چراکه در محیط اقتصادی ایران تفاوتی بین اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار شرکت‌ها وجود ندارد. براساس مبانی نظری هرچه نقدشوندگی سهام در بازار بالا باشد دلیلش می‌تواند اقبال آن سهم در بازار باشد که این امر موجب می‌شود تا ارزش شرکت‌ها در بازار بالاتر رود و اعتباری بالاتری را کسب نمایند. از این‌رو می‌توانند وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های آتی را کسب کنند. این در حالی است که نتایج در ایران مخالف مطالب یاد شده حاصل شده است. شاید دلیل آن استراتژی مدیران جهت کاهش تعارضات نمایندگی باشد. سهامداران در این شرایط (یعنی توفیق در بازار و کسب ارزش بالاتر) به دنبال کسب منافع بالاتر هستند (مانند توزیع سود) تا خروج جریان‌های نقدی برای سرمایه‌گذاری آتی.

همچنین می‌توان بیان داشت شرکت‌هایی که دارای جریان نقد آزاد بالاتری هستند می‌توانند از این فرصت برای سرمایه‌گذاری مناسب آتی استفاده کنند. همچنین فروش بالاتر می‌تواند برای شرکت‌ها جریان نقد بالاتری را خلق کنید که این امر موجب می‌شود تا فرصت سرمایه‌گذاری آتی افزایش یابد که نتایج این متغیرها با تحلیل الحسن و ناکا (۲۰۲۰) مطابقت دارد. درحالی‌که برخلاف نتایج الحسن و ناکا (۲۰۲۰) اهرم مالی در پژوهش حاضر دارای رابطه مثبت می‌باشد.

۹- پیشنهادهای پژوهش

۹-۱- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش می‌توان پیشنهادهای زیر را مطرح ساخت:

- 0 براساس نتیجه فرضیه پژوهش حاضر، به مدیران که به دنبال رشد هستند پیشنهاد می‌شود که به افزایش نقدشوندگی از طریق استراتژی‌هایی مانند تقسیم‌بندی بازار و ... توجه ویژه داشته باشند.
- 0 به همین ترتیب، به سیاستگذاران پیشنهاد می‌شود که در بازارهای که دارای نقدشوندگی نسبتاً پایین‌تری هستند، باید راه‌هایی برای افزایش نقدشوندگی جهت کمک به تحریک و رشد بازار مطرح سازند، به‌ویژه برای شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم که اساساً با دسترسی محدود به سرمایه نیز مواجه هستند.
- 0 همچنین سیاستگذاران می‌توانند برای افزایش نقدشوندگی از استراتژی‌های مانند آزادسازی یا بازار سرمایه آزاد برای سرمایه‌گذاران خارجی و تنظیم مقررات آرامش‌بخش برای ورود به بازار استفاده کنند.

¹ Becker-Blease and Paul

² Munoz

جهت انجام پژوهش‌های آتی، می‌توان پیشنهادهای زیر را بیان داشت:

- 0 اثر تعاملی محدودیت‌های تأمین مالی در نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی مورد مطالعه قرار گیرد.
0 اثر تعاملی شاخص توسعه اقتصادی همچون GDP نیز مورد بررسی قرار گیرد چراکه توسعه اقتصاد می‌تواند بر رونق بخشیدن کل بازارها مؤثر باشد.

منابع

- Abbasi, E., & Rajabpour, A. (2013). Measurement of stock liquidity criteria surrounding capital raising decisions. *Journal of investment knowledge*, 2(8), 105-120. (in Persian) http://jik.srbiau.ac.ir/article_7535.html?lang=fa
- Abzari, M., kabiripour, V., & Soheili, S. (2014). The effects of liquidity on stock return by controlling investment styles: new approach with a multidimensional measure. *Journal of accounting knowledge*, 4(15), 79-103. (in Persian)
- Ahmadpour, A., & Baghban, M. (2015). The Relation between Asset Liquidity and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange. *Empirical research in accounting*, 4(4), 61-77. (in Persian) doi: 10.22051/jera.2015.1895
- Aitken, M.J. & Winn, R. (1997). *What is this thing called liquidity?* Working Paper. Securities Industry Research Centre of Asia-Pacific Sydney, Australia.
- Alhassan, A., & Naka, A. (2020). Corporate future investments and stock liquidity: Evidence from emerging markets. *International review of economics & finance*, 65, 69-83.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2006). *Liquidity and asset prices*. Now Publishers Inc.
- Aslami, G., & Honardust, A. (2016). Cross-sectional stock returns, market liquidity risk, and financial market anomalies. *Financial research journal*, 18(1), 185-200. (in Persian) doi:10.22059/jfr.2016.59625
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, 107(3), 797-817.
- Becker-Blease, J. R., & Paul, D. L. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial management*, 35, 35-51.
- Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The north american journal of economics and finance*, 41, 70-81.
- Chung, H. H., Wynn, J. P., & Yi, H. (2013). Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency. *Advances in accounting*, 29(2), 180-185.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
- Elahi, Gh. (2012). Study of the relationship between dividend distribution policies with different liquidity criteria and non-liquidity factor in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Master's thesis: Islamic Azad University of Arak Branch. (in Persian)
- Foroughnejad, H., Moradi Joz, M., Heidari, H., & Masoumi Khanghah, G. (2016). Stock liquidity, investment efficiency, and firm's performance: evidence from Tehran stock exchange. *Journal of investment knowledge*, 5(18), 179-196. (in Persian) http://jik.srbiau.ac.ir/article_8624.html?lang=en
- Gadiri Moghadam, A., Salehi, M., & Rahimian, Z. (2016). Investigating the relationship between investment and stock market liquidity at different levels of opportunities and financial crisis in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *First international conference on management and economic cohesion in urban development*, Tabriz, Iran. (in Persian) <https://civilica.com/doc/582710/>
- Hejazi, R., Mosavi, M. H., & Daneshvar Mofrad, M. (2015). The effect of market, liquidity and momentum on major stock price changes. *Financial accounting and auditing research*, 7(26), 1-19. (in Persian) http://faar.iauctb.ac.ir/article_513989.html
- Hosseini Nia, S., & Ghanbari, M. (2016). Investigating the relationship between financial constraints and stock liquidity in companies listed on the Tehran stock exchange. *Fourth international conference on management, accounting with value creation approach*. (in Persian) <https://civilica.com/doc/582710/>
- Kang, M., Wang, W., & Eom, C. (2017). Corporate investment and stock liquidity: Evidence on the price impact of trade. *Review of financial economics*, 33(1), 1-11.
- Kazemi, H., & Heydari, A. (2013). Relationship between stock liquidity and investment opportunities. *Financial knowledge of securities analysis*, 5(4), 29-39. (in Persian) http://jfksa.srbiau.ac.ir/article_3032.html
- Keynes, J. M. (1930). *Treatise on money: Pure theory of money Vol. I*. Macmillan, London.
- Khojasteh, M., & Tehrani, R. (2017). Asset pricing model on the basis of liquidity risk factor. *Financial knowledge of securities analysis*, 10(35), 1-17. (in Persian) http://jfksa.srbiau.ac.ir/article_10660.html?lang=en
- Largani, M. S., Zamani, M., Imeni, M., & Kaviani, M. (2013). Determine the effects of fundamental variables and mass behaviors in changes of stock price (evidence from Iran Stock Exchange). *Asian journal of finance & accounting*, 5(1), 274-288.
- Loukil, N. (2015). Stock liquidity, feedback prices, and asset liquidity: evidence from the Tunisian stock market. *Journal of applied business research (JABR)*, 31(2), 407-416.
- Munoz, F. (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of empirical finance*, 20, 18-29.
- Nikbakht, M., & Eskandari, G. (2016). The relationship between intellectual capital, adjusted economic value added and stock liquidity. *Accounting and auditing review*, 22(4), 541-560. (in Persian) doi: 10.22059/acctrev.2016.56251
- Nobahar, N. (2009). Investigating the relationship between liquidity and stock returns in the market. *Master Thesis, Faculty of Management, University of Tehran*. (in Persian)





- Orihara, M. (2017). Stock market listing and corporate policy: Evidence from reforms to Japanese corporate law. *Pacific-basin finance journal*, 43, 15-36.
- Özkaya, H. (2021). Earnings management and stock liquidity: evidence from turkey. in comparative research on earnings management, *Corporate governance, and economic value* (pp. 66-84). IGI Global. DOI: 10.4018/978-1-7998-7596-3.ch004
- Pourali, M. R., Imeni, M., & Taherpour, G. R. (2013). The study of relationship between institutional shareholders and firm cash conversion cycle (CCC): evidence from Tehran stock exchange (TSE). *International research journal of applied and basic sciences*, 4 (9), 2735- 2741.
- Samadi Lorgani, M., & Imeni, M. (2013). The relationship between working capital management and cash holding companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of management accounting and auditing knowledge*, 2(5), 39-52. (in Persian)
- Setayesh, M., Kazemnejad, M., & Zolfaghari, M. (2011). Investigating the effects of disclosure quality on stock liquidity and cost of capital of the companies listed in Tehran stock exchange. *Journal of financial accounting research*, 3(3), 55-74. (in Persian) https://far.ui.ac.ir/article_16921.html?lang=en
- Xiong, J. (2016). Stock liquidity and firm investment-evidence from Chinese listed companies. *Journal of business theory and practice*, 4(1), 2329-2644.
- Zamani, SH. & Faghani, P. (2016). Calculating the liquidity of Tehran Stock Exchange and examining the factors affecting it. *Financial management perspective*, 6(15), 61-80. (in Persian) http://jfmp.sbu.ac.ir/article_94930.html?lang=fa



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



Licensee **Innovation Management and Operational Strategies**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).