

## تاثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر تحریم اقتصادی

سمیه کلهر<sup>۱</sup>، محمدرضا ریس زاده<sup>۲</sup>، حسین علیپور<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه غیرانتفاعی علامه محدث نوری شهرستان نور (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> دکترا حسابداری دانشگاه غیرانتفاعی علامه محدث نوری شهرستان نور

<sup>۳</sup> کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه غیرانتفاعی علامه محدث نوری شهرستان نور

### چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر تحریم اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اقدام به جمع‌آوری داده‌های مرتبط با پژوهش کرد. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوا، همبستگی و از نظر هدف از نوع پژوهش‌های بنیادی تجربی می‌باشد. همچنین این پژوهش از جهت طبقه‌بندی تحقیق‌ها بر مبنای ماهیت از نوع تحقیق‌های کاربردی است. از بین شرکت‌های جامعه آماری ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش در بازه زمانی ۸ ساله از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب گردیدند. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌ها نشان داد که نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین تحریم اقتصادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** نقدشوندگی سهام، سرمایه‌گذاری آتی، تحریم اقتصادی

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری شرکت رابطه نزدیکی با تخصیص مالی و سرمایه دارد و اهمیت زیادی در تولید و عملیات‌های شرکت و همچنین جریان سرمایه و سود شرکت در آینده دارد. از این رو سرمایه‌گذاری شرکت دارای ارزش نظری بالایی است و اهمیت عملی چشم‌گیری دارد (شانگ، ۲۰۱۹). آمیهود و مندلسون<sup>۲</sup> (۱۹۸۸) استدلال می‌کنند که افزایش نقدشوندگی سهام به طور مثبت با افزایش سرمایه‌گذاری در بازار همراه است، چرا که دارایی‌های مالی شرکت‌ها هنگامی که نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد، در یک نرخ هزینه سرمایه پایین‌تری تنزیل می‌شوند. بر طبق تحقیقات مانور<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) رابطه مثبتی بین نقدینگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت و دارایی‌های ثابت، کل دارایی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. که برای شرکت‌هایی با محدودیت مالی بیشتر و فرصت سرمایه‌گذاری بهتر اهمیت بیشتری دارد (مونزو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳). مدیران با جذب سرمایه، منابع لازم جهت تامین مالی پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت را برای شرکت فراهم می‌سازند؛ اما عوامل زیادی در تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت تاثیرگذار است. این عوامل با تاثیر بر انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌توانند بر هزینه سرمایه، سودآوری، منفعت مورد انتظار سهامداران، ارزش سهام شرکت در آینده اثر بگذارند.

اثر نقدشوندگی سهام به‌عنوان یکی از مهمترین عوامل قیمتی برای توضیح بازده سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد که به‌طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است. در یک مطالعه اولیه آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶) نشان دادند که نقدشوندگی تأثیر مثبتی در سرمایه‌گذاری در بازار دارد و استدلال نمودند که وقتی نقدشوندگی زیاد باشد، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد، در نتیجه نرخ پایین‌تری برای تنزیل سرمایه‌گذاری‌های جدید استفاده می‌شود. در بررسی سیاست‌های پرداخت سود، گاتچف و اسپیندت<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) دریافتند که شرکت‌هایی که نقدشوندگی پایینی دارند بیشتر احتمال دارد سود سهام نقدی را به سهامداران خود بپردازند. نتایج آنها حاکی از آن است که کاهش تمایل شرکت‌ها به پرداخت سود سهام با گذشت زمان به تغییرات نقدشوندگی بازارهای سهام ایالات متحده مربوط می‌شود. مونزو (۲۰۱۳) با استفاده از داده‌های چهار کشور آمریکای لاتین (آرژانتین، برزیل، شیلی و مکزیک) دریافت که نقدشوندگی بر سرمایه‌گذاری‌های آتی تأثیر مثبت دارد و این تأثیر در شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که ارزش دفتری به بازار آنها بالاتر بود، و همچنین برای شرکت‌های منتشر کننده سهام بیشتر بود (الحسن و ناکا<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰).

نقدشوندگی سهام نشان‌دهنده هزینه‌های معاملات مربوط به خرید و فروش سهام است و یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران می‌باشد. در صورتی که نقدشوندگی اوراق در بازار بالا باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق بهادار خود را به سهولت و قیمت منصفانه معامله کنند؛ در غیر اینصورت، انجام معامله اوراق بهادار به دشواری صورت می‌پذیرد. قابلیت نقدشوندگی یک سهم هر چه کمتر باشد، جذابیت کمتری برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت، مگر این که بازدهی بیشتری برای مالک آن داشته باشد (گافری و نیکولاسن<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳). نقدشوندگی سهام یکی از مهمترین مکانیزم‌های کنترلی مدیریت است، زیرا موجب تقویت حاکمیت شرکتی می‌شود. نقدشوندگی سهام می‌تواند باعث تقویت انگیزه سهامداران برای نظارت بر مدیریت می‌گردد. بالا بودن قدرت نقدشوندگی سهام، نرخ بازده مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش می‌دهد (شانگ، ۲۰۱۹).

<sup>۱</sup>Xiong<sup>۲</sup>Amihud & Mendelson<sup>۳</sup>Manoor<sup>۴</sup>Munoz<sup>۵</sup>Gatchef & Spident<sup>۶</sup>Alhassan & Naka<sup>۷</sup>Geoffrey and Nicholson

تحریم‌های اقتصادی در سال‌های اخیر، مهمترین چالش اقتصادی در بازار سرمایه می‌باشد. از آنجایی که رابطه بین نقدشوندگی بازار سهام و تصمیمات شرکت‌ها در رابطه با پرداخت و سرمایه‌گذاری مجدد، نگرانی مداوم در ادبیات مالی شرکتها است. می‌توان ادعا کرد که چون هزینه سهام عاملی برای کاهش جریان نقدی آینده است، منطقی است که انتظار داشته باشیم که کاهش هزینه سهام ناشی از افزایش نقدینگی سهام منجر به رشد سرمایه‌گذاری‌های بعدی شود. از سوی دیگر بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی بزرگ فعال در بورس تهران تولیدکننده کالاهای واسطه‌ای و یا اولیه جهت تولید کالاهای مصرفی نهایی هستند. اجرای تحریم‌ها، گران شدن نرخ ارز خارجی و افزایش هزینه و دشواری تدارک از خارج، کاهش تولید، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی موجب مطرح شدن این پرسش می‌شود که آیا با توجه به تحریم‌های اقتصادی نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی موثر است یا خیر؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر ادبیات موجود

یکی از مهم‌ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدانشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می‌شود که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (قائم و رحیم‌پور، ۱۳۸۹). بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشأت گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران می‌باشد.

به عنوان یک تعریف، می‌توان گفت که نقدشوندگی، توانایی سرمایه‌گذاران در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با آخرین معامله می‌باشد (بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۴). به اعتقاد گرگوریو و انجین<sup>۸</sup> (۲۰۱۰)، نقدشوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد. از نظر آن‌ها اهمیت نقدشوندگی سهام در ارتباط مثبت و معنی‌دار بین هزینه‌های معاملاتی و پاداش سرمایه‌گذاران خود را نشان می‌دهد.

از نظر رابین<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. با وجود آنکه که این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک به نظر می‌رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می‌شود، به این معنی که در عین سادگی درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است.

یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تامین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه‌های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت‌گذاری دارایی‌ها می‌باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آنها دارد. در واقع نقد شوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجه 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، چرا که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز برای جبران ریسکی که متحمل می‌شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می‌دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می‌باشد، سرمایه‌گذاری نمایند، از این رو ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم‌های اصلی بازار مالی است که حداکثر سازی ثروت سهامداران به آن وابسته است (صفری، ۱۳۸۹).

<sup>۸</sup>Gregoriou & Nguyen

<sup>۹</sup>Rubin

آمیهد و مندلسون (۱۹۸۸) استدلال می‌کنند که افزایش در نقدشوندگی سهام به طور مثبت با افزایش سرمایه‌گذاری در بازار همراه است، چرا که دارایی‌های مالی شرکت‌ها هنگامی که نقدشوندگی بازار سرمایه افزایش یابد، در یک نرخ هزینه سرمایه پایین‌تری تنزیل می‌شوند. بیکر و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در محیط (S&P) پرداختند. آنها نشان دادند که افزایش در نقدشوندگی سهام و کاهش در هزینه سرمایه به عنوان نتیجه تعدیل شاخص منجر به افزایش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. یافته‌های تجربی آنها نشان می‌دهد که افزایش نقدشوندگی منجر به پیشبینی بهتر ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه‌گذاری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود.

جاکبی و ژنگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه پراکندگی مالکیت درصد سهام بلوکی در دست سهامداران و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود. سادکا<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اطلاعات حسابداری در محیط بورس نیویورک پرداخت. وی در تحقیق خود نشان داد که با کاهش ریسک‌های مرتبط با اطلاعات حسابداری که از طریق افزایش کیفیت و قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری صورت می‌گیرد، سهام شرکت قابل اتکا بوده و دارای جذابیت خواهد شد و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. لام و تام<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱) تاثیر نقدشوندگی سهام بر قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را بررسی کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام می‌تواند به‌عنوان عاملی دیگر به مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در نظر گرفته شود. از نظر آن‌ها بهترین مدل برای ارزیابی صرف ریسک مرتبط با بازده سهام عامل بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقدشوندگی سهام است. لوشوسکی و ورونکوا<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۲) به بررسی این مطلب پرداختند که آیا نقدشوندگی سهام همراه با اندازه و ارزش شرکت یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر بازده سهام است. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان می‌دهد که بر خلاف آنچه که انتظار می‌رود نقدشوندگی سهام در مقایسه با ارزش سهام و اندازه شرکت تاثیر معنی‌داری بر بازده سهام ندارد.

### ۳- پیشینه خارجی

الحسن و ناکا (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر نقدینگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی در ۲۱ بازار نوظهور مانند برزیل، شیلی، چین، کلمبیا، جمهوری چک، مصر، یونان، مجارستان، هند، اندونزی، مالزی، مکزیک، مراکش، پرو، فیلیپین، لهستان، روسیه، آفریقای جنوبی، تایوان، تایلند و ترکیه در بازه زمانی ۲۰۱۵-۲۰۰۰ پرداختند. نتایج حاصل از بررسی‌ها نشان داد از آنجا که نقدینگی سهام عامل موثری در هزینه سهام است رابطه مستقیمی بین سرمایه‌گذاری‌های آینده و نقدینگی سهام وجود دارد که این رابطه به دلیل دسترسی محدود به سرمایه خارجی و در بازارهای کمتر توسعه یافته به دلیل عدم توانایی در بسیج سرمایه در بنگاه‌های اقتصادی محدودتر اعلام شده است. همچنین یافته‌ها حاکی از آن است که این رابطه تحت تأثیر محدودیت‌های مالی است.

تانگ لام دانگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام را بر تصمیم ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک مجموعه داده جامع بین‌المللی شامل ۱۹,۹۳۹ شرکت در ۴۱ کشور بیش از ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰، دو یافته

<sup>۱۰</sup>Jacoby & Zheng

<sup>۱۱</sup>Šadka

<sup>۱۲</sup>Lam & Tam

<sup>۱۳</sup>Łischewski & Voronkova

<sup>۱۴</sup>Tamlam dang and hai ly ho

کلیدی را ارائه می‌دهند. اول، شرکت‌هایی که نقدینگی بیشتری در بورس دارند، تمایل به اهرم پایین‌تر دارند. دوم، کشورهای که دارای محیطی نهادی قوی هستند، احتمالاً رابطه ضعیف‌تر (منفی) بین نقدینگی بازار سهام و اهرم را دارند. البانان<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان نقدشوندگی بازار سهام، مالکیت خانوادگی و انتخاب ساختار سرمایه در کشور نوظهور، به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها در کشور مصر پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که ارتباطی مستقیم و معنادار بین مالکیت خانوادگی و اهرم مالی برقرار است. شانگ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری با بررسی شرکت‌های چینی در بازه زمانی ۲۰۱۱-۱۹۹۸ دریافت در شرکت‌هایی با محدودیت مالی و ریسک عملیاتی بالاتر نقدشوندگی تأثیر قوی‌تری بر سرمایه‌گذاری شرکت تحمیل می‌کند. همچنین شرکت‌های با نقدشوندگی بالاتر تأثیر بیشتری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. مونزو (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت را بررسی نمود. داده‌های فصلی شرکت‌های آمریکای لاتین بین سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۰ را تحلیل کرد و نقدشوندگی سهام را از طریق گردش مالی بدست آورد و به این نتیجه رسید که نقدشوندگی رابطه مستقیمی با سرمایه‌گذاری شرکت دارد، این رابطه برای شرکت‌هایی که برای تامین مالی از انتشار سهام در مقابل تامین مالی از طریق بدهی استفاده می‌کند قوی‌تر است. بیکرت<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در S&P پرداختند. آن‌ها نشان دادند که افزایش در نقدشوندگی سهام و کاهش هزینه سرمایه به عنوان نتیجه تعدیل شاخص منجر به افزایش در فرصت سرمایه‌گذاری می‌شود. یافته‌های تجربی آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش نقدشوندگی منجر به پیشبینی بهتر ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه‌گذاری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. بیکر بیلز و پاول<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. آنان یکی دیگر از تصمیمات ساختار دارایی شرکت را با نقدشوندگی سهام ارتباط دادند. آن‌ها تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که بین تغییرات در مخارج سرمایه‌ای و تغییرات در نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت قوی‌ای وجود دارد. این ارتباط تأثیرپذیری نقدشوندگی سهام از تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد. آنان بیان می‌کنند که افزایش در نقدشوندگی، بخاطر کاهش هزینه سرمایه باعث ایجاد مجموعه‌ای از پروژه با NPV مثبت می‌شود.

#### ۴- پیشینه داخلی

یحیی زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹) رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی برای نمونه‌ای متشکل از ۱۳۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار دادند. بررسی نتایج این پژوهش حاکی از آن است که نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی و معناداری با سرمایه‌گذاری شرکت دارد. به علاوه نتایج نشان می‌دهد که نقدشوندگی می‌تواند از طریق کاهش هزینه‌ها و تسهیلات مالی بهتر از فرصت سرمایه‌گذاری استفاده کند و منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شود و همچنین نشان داد که نقدشوندگی می‌تواند موجب کاهش حساسیت بین کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش فرصت سرمایه‌گذاری شود، به عبارتی هرچه قدر نقدشوندگی بالا باشد کارایی سرمایه‌گذاری حتی در شرایط کم بودن فرصت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. علاوه بر این در شرکت‌هایی با محدودیت مالی و ریسک عملیاتی نقدشوندگی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری دارد.

<sup>۵</sup>ElBannan

<sup>۶</sup>Bekaert

<sup>۷</sup>Becker-Blease & Paul

هوشیار (۱۳۹۸) در پایان نامه خود تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری و تولید شرکت مورد بررسی قرار داده است. برای تعیین نقدشوندگی از شکاف پیشنهاد قیمتی خرید و فروش استفاده شده و برای سنجش سرمایه‌گذاری و تولید شرکت، از نسبت ارزش دفتری بدهی/ ارزش دفتری دارایی بکار گرفته شده است. در این بررسی برای دقت بالاتر، عوامل مزاحم بر این ارتباط کنترل شده‌اند، سال مورد بررسی ۹۷-۹۱ می‌باشد و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نتایج بدست آمده تجزیه و تحلیل شده است. نتایج این تحقیق نشان داد که بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری و تولید در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ارتباط معنی‌داری وجود دارد و همچنین شاخص نرخ بدهی، ارزش بازار دارایی ارزش دفتری دارایی، هزینه تحقیق و توسعه ارزش دارایی، اندازه دارایی، سود قبل از کسر بهره و مالیات ارزش دارایی، استهلاک ارزش دارایی و قیمت سهام بر ارتباط بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری و تولید تأثیرگذار است.

دودانگی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی در ایران پرداختند. بررسی‌ها نشان داد که نوسانات قیمت و درآمد نفت خام، ضمانت‌ها و قراردادهای بین‌المللی، نوسانات موثر نرخ ارز و نرخ تورم بالا باعث افزایش میل به جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در نیل به رشد اقتصادی با ثبات و مثبت در ایران شده است و علی‌رغم تمایلات مثبت، میزان جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به میزان کافی نبوده است. ارزیابی نتایج حاصل از مدل‌های اقتصادی نشان داده که عوامل متعددی از جمله درآمد ملی، GDP، هزینه‌های بخش دولتی، نرخ تورم، درجه باز بودن اقتصادی، سرمایه انسانی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در میزان کل سرمایه‌گذاری موثر بوده است.

بنی مهد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی عوامل تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی یک دوره زمانی ۷ ساله از سال ۸۲ الی ۸۸ بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی از جمله متغیرهای تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین نتایج بیانگر آن است که رشد فروش و نوع مالکیت شرکت رابطه‌ای با فرصت سرمایه‌گذاری ندارند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص سودآوری بیشترین همبستگی را با فرصت سرمایه‌گذاری دارد.

ذره (۱۳۹۲) به بررسی رابطه میان تورم و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران با الگوی SVAR برای دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۶۹، پرداخت. استفاده از معیار تورم برای بررسی سرمایه‌گذاری و همچنین سرمایه‌گذاری برای بررسی تورم سبب می‌شود تا سیاست‌های پولی و مالی کارا تر عمل کنند و نسبت به نوسانات در تورم کل و سرمایه‌گذاری کل واکنش نشان داده و اختلالات موقتی را نادیده بگیرند. معیار تورم برای سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری برای تورم می‌توانند به عنوان شاخص مناسبی از روندهای جاری و آتی، هدف عملی و مناسب برای سیاست‌های پولی و مالی مورد استفاده قرارگیرد. در این مطالعه، برای بررسی رابطه میان تورم و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران با الگوی SVAR مشتمل بر سه متغیر سرمایه‌گذاری، تولید ناخالص داخلی و شاخص بهای قیمت کالاها و خدمات مصرفی استفاده شده است. لازم به یادآوری است که قیودی برای شناسایی کردن مدل، مبتنی بر ساختار اقتصاد ایران در مدل تحمیل شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد برطبق فرضیه‌های تحقیق سرمایه‌گذاری میزان تورم را در اقتصاد ایران طی دوره مورد مطالعه تشدید می‌کند و همچنین می‌توان گفت که تورم نیز میزان سرمایه‌گذاری را در اقتصاد ایران طی دوره مورد مطالعه کاهش می‌دهد.

کازمی و حیدری (۱۳۹۱) رابطه بین نقدشوندگی سهام که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده با فرصت‌های سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که بین نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر، نقدشوندگی سهام یکی از عواملی است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می‌دهد.

## ۵- روش پژوهش

روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. همچنین نوع پژوهش بر مبنای هدف از نوع پژوهش‌های بنیادی تجربی بوده و از جهت طبقه‌بندی پژوهش‌ها بر مبنای ماهیت از نوع پژوهش‌های کاربردی است.

## ۵-۱ جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ است. این پژوهش فاقد نمونه بوده و به منظور همگنی شرکت‌های مورد بررسی، از طریق روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۱۰ شرکت، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب گردیدند.

## ۵-۲ مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش الحسن و ناکا (۲۰۲۰) است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش دو مدل ارائه می‌شود. مدل اول به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش و مدل دوم به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش است که به قرار زیر می‌باشند:

$$\frac{I_{it+1}}{k_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 Liquidity_{it} + \alpha_2 \frac{FCF_{it+1}}{TA_{it}} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Sale_{it} + \alpha_5 Cash_{it} + \alpha_6 QTobin_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{I_{it+1}}{k_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 (Liquidity_{it} * non\_sang_{it}) + \alpha_2 (Liquidity_{it} * sang_{it}) + \alpha_3 \frac{FCF_{it+1}}{TA_{it}} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Sale_{it} + \alpha_6 Cash_{it} + \alpha_7 QTobin_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای پژوهش به قرار زیر است:

متغیر وابسته:

سرمایه‌گذاری آتی ( $\frac{I_{it+1}}{k_{it}}$ ): مخارج سرمایه‌ای دوره آتی شرکت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ثابت

متغیر مستقل:

نقدشوندگی سهام ( $Liquidity_{it}$ ): میانگین میزان سهام معامله شده در طول یک سال مالی تقسیم بر تعداد سهام منتشر شده توسط شرکت.

متغیر تعدیل‌گر:

تحریم اقتصادی ( $sang_{it}$ ): در این مقاله منظور از تحریم‌های اقتصادی، تحریم در حوزه فروش نفت، تحریم بانکی بوده است. از این رو سال‌های ۱۳۹۳، ۱۳۹۴، ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ که توافق برجام به منظور برداشتن تحریم‌ها صورت گرفته به عنوان سال‌های غیر تحریمی و سال‌های ۱۳۹۱، ۱۳۹۲ و همچنین سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ به عنوان سال‌های تحریم در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها

کیوتوبین ( $QTobin_{it}$ ): نسبت ارزش بازار بعلاوه ارزش دفتری بدهی شرکت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

اهرم مالی ( $Lev_{it}$ ): نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

فروش ( $Sale_{it}$ ): نسبت فروش تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

وجه نقد ( $Cash_{it}$ ): نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

جریان نقد آزاد ( $\frac{FCF_{it+1}}{TA_{it}}$ ): مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

تقسیم بر مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی حاصل می‌شود.

## ۶- یافته‌های پژوهش

## ۶-۱ آمار توصیفی

در این بخش ابتدا آمار توصیفی که شامل مرکزی (ماکزیمم، مینیمم، میانگین) و پراکندگی شامل انحراف معیار هستند، مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد.

جدول ۱: شاخص آماری متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	مشاهدات
سرمایه‌گذاری آتی	۰,۰۰۶۲	۰,۰۰۲۱	۰,۳۵۹۴	۰,۲۶۹۷	۰,۰۵۲۱۹۶	۸۸۰
نقدشوندگی سهام	۰,۳۸۱۷	۰,۱۷۹۰	۲,۷۷۸۸	۰,۰۰۱۴	۰,۴۶۴۳۵۹	۸۸۰
تحریم اقتصادی	۰,۴۲۵۸	۰,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۴۹۴۸۰۷	۸۸۰
اندازه شرکت	۱۴,۲۳۳	۱۴,۱۵۵	۱۹,۲۷۲	۱۰,۴۹۱	۱,۳۹۴۶۲۹	۸۸۰
کیوتوبین	۲,۴۸۲۹	۱,۷۸۹۰	۳۷,۷۵۹	۰,۶۴۷۹	۲,۴۵۸۲۴۰	۸۸۰
اهرم مالی	۰,۵۸۹۳	۰,۵۹۰۶	۱,۲۷۳۹	۰,۰۶۱۰	۰,۲۰۵۷۸۸	۸۸۰
فروش	۰,۸۸۶۳	۰,۷۷۷۶	۲,۸۶۷۶	۰,۰۳۰۸	۰,۴۹۲۹۷۴	۸۸۰
وجه نقد	۰,۰۵۸۸	۰,۰۳۱۴	۰,۴۷۹۱	۰,۰۰۱۰	۰,۰۷۶۰۸۵	۸۸۰
جریان نقد آزاد	۰,۱۲۱۶	۰,۱۰۳۲	۰,۶۴۲۴	۰,۲۱۹۱	۰,۱۲۷۳۵۰	۸۸۰

با توجه به اطلاعات موجود در جدول ۱، متغیر نقدشوندگی سهام دارای میانگین ۳۸٪ بوده که به این معناست که بطور متوسط میانگین میزان سهام معامله شده در طول یک سال مالی در شرکت‌های مورد بررسی، ۳۸ درصد از تعداد سهام منتشر شده در این شرکت‌ها می‌باشد. متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۵۸٪ بوده که به این معناست که بطور متوسط در شرکت‌های مورد بررسی، به میزان ۵۸ درصد از ارزش دفتری کل دارایی‌ها، از محل بدهی‌ها تامین شده است. متغیر فروش دارای میانگین ۸۸٪ بوده که به این معناست که بطور متوسط، ۸۸ درصد از ارزش دفتری کل دارایی‌ها در شرکت‌های مورد بررسی، به فروش رفته است. متغیر وجه نقد دارای میانگین ۵٪ بوده که به این معناست که بطور متوسط در شرکت‌های مورد بررسی، ۵ درصد



از ارزش دفتری دارایی‌ها، مربوط به وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بوده است. متغیر جریان نقد آزاد دارای میانگین ۱۲٪ بوده که به این معناست که بطور متوسط، ۱۲ درصد از ارزش دفتری کل دارایی‌ها در شرکت‌های مورد بررسی، مربوط به جریان نقدی حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بوده است.

### ۶-۲ آزمون توزیع متغیر وابسته

یکی از شروط لازم جهت استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون در آزمون فرضیه‌های پژوهش نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است.

جدول ۲: نتایج آزمون توزیع متغیر وابسته

متغیر وابسته	آزمون جارکا و برا	ارزش احتمال
سرمایه‌گذاری آتی	۶/۶۳۹۸۵	۰/۰۶۲۵۹۱

مشاهده می‌شود که با توجه به آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) که معناداری آن بیشتر از ۵ درصد است توزیع متغیر وابسته پژوهش نرمال است.

### ۶-۳ آمار استنباطی

پیش از تخمین مدل نیاز است تا آزمون  $F$  لیمر برای تعیین نوع روش مدل رگرسیونی از حیث پانل بودن (داده‌های تابلویی) یا پولینگ بودن (داده‌های تلفیقی) انجام گرفته و در صورت پذیرش روش پانل، آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش از لحاظ اثرات ثابت یا اثرات تصادفی صورت گیرد. اگر سطح معناداری آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد شده و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و اگر سطح معناداری آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد فرض صفر تایید شده و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. مطابق با نتایج آزمون  $F$  لیمر و آزمون هاسمن، روش رگرسیونی مناسب انتخاب می‌شود و بر اساس آن فرضیه‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. در صورت استفاده از روش داده‌های تابلویی هنگامی که تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد ممکن است مدل‌ها با مشکل ناهمسانی واریانس‌ها مواجه شوند. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس در برآورد انحراف معیار و استنباط آماری لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار گیرد. در این پژوهش به منظور آزمون برابری واریانس در داده‌های تابلویی از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده شده است. در صورت وجود مشکل ناهمسانی واریانس در داده‌های تابلویی روش‌های مختلفی جهت رفع این مشکل وجود دارد که یکی از این روش‌ها استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) می‌باشد.

جدول ۳: آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	آماره	مقدار	احتمال	نتیجه
۱	LR	۸۸۶	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
۲	LR	۶۰۰	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های پژوهش نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

جدول ۴: آزمون تشخیص مدل (آزمون F لیمر)

مدل	آماره F	ارزش احتمال	نتیجه گیری	روش
۱	۱۸/۴۸۱	۰/۰۰۰۰	عرض از مبداها باهم برابر نیستند	پانل
۲	۱۸/۶۰۱	۰/۰۰۰۰	عرض از مبداها باهم برابر نیستند	پانل

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های پژوهش اثرات وجود داشته و با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات مشخص می‌شود.

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

شماره مدل	آماره هاسمن	مقدار P-Value	نتیجه گیری
۱	۱۷/۷۱۶	۰/۰۱۳۳	اثرات ثابت
۲	۱۷/۱۸۳	۰/۰۲۸۳	اثرات ثابت

با توجه به اینکه در آزمون هر دو مدل، احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین در هر دو مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده نماییم.

#### ۴-۶ بررسی خودهمبستگی

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر بیانگر عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد و فرضیه مقابل بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی بین خطاها می‌باشد.

جدول ۶: نتایج آزمون خودهمبستگی

شماره مدل	مقدار آماره	مقدار P-Value	نتیجه گیری
۱	۱۰۶۱۳/۹۱	۰/۰۰۰۰	وجود همبستگی جمله خطا
۲	۱۰۷۷۴/۶۷	۰/۰۰۰۰	وجود همبستگی جمله خطا

نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F، در این مدل کمتر از ۵٪ می‌باشد بنابراین می‌توان فرضیه یک را در این مدل‌ها تأیید کرد. لذا دلیلی برای تأیید عدم وجود خود همبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در هر دو مدل مورد استفاده در پژوهش برقرار نیست و باید برطرف شود.

#### ۵-۶ برآورد مدل‌های پژوهش

##### ۱-۵-۶ برآورد مدل اول

متغیر وابسته در این مدل، سرمایه‌گذاری آتی بوده و متغیر مستقل، نقدشوندگی سهام می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول ۷: برآورد مدل اول

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	معناداری
عرض از مبدا	۰/۲۷۱۸	۰/۰۶۰۸	۴/۴۶۵۵	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام	۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۴۳	۲/۰۴۱۷	۰/۰۴۱۶
جریان نقد آزاد	۰/۰۵۵۳	۰/۰۳۳۳	۱/۶۶۱۷	۰/۰۹۷۱
اهرم مالی	-۰/۱۳۸۱	۰/۰۱۸۴	-۷/۵۰۳۰	۰/۰۰۰۰
فروش	-۰/۰۴۷۵	۰/۰۰۶۸	-۶/۹۴۳۱	۰/۰۰۰۰
وجه نقد	-۰/۳۲۳۴	۰/۰۱۴۴	-۲۲/۴۲۵۵	۰/۰۰۰۰
کیوتوبین	-۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۶	-۲/۵۹۶۸	۰/۰۰۹۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۸۱	۰/۱۷۲۰	۰/۸۶۳۵
ضریب تعیین	۰/۹۳۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۲۲۶	
آماره F	۷۶/۴۷۳۱	دوربین واتسون	۱/۶۴۶۳	
معناداری	۰/۰۰۰۰			

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگتر از آماره بحرانی و سطح معنی داری آن نیز کوچک تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین در جدول فوق مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر نقدشوندگی سهام، ۰/۰۴۱۶ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور مثبت است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه مثبت و معناداری بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می‌گردد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۹۲ درصد و نشان دهنده این است که ۹۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود.

از طرفی آماره دوربین- واتسون در جدول ۷ برابر با ۱/۶۴ است. از آنجا که این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است، می‌توان بیان نمود که در مدل اول تحقیق، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود. یعنی طبق فرآیند عملیاتی برآورد مدل، این خودهمبستگی رفع شده است.

## ۶-۵-۲ برآورد مدل دوم

متغیر وابسته در این مدل، سرمایه‌گذاری آتی بوده و متغیر مستقل، نقدشوندگی سهام می‌باشد. همچنین متغیر تعدیل‌گر، تحریم اقتصادی می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است:

جدول ۸: برآورد مدل دوم

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	معناداری
عرض از مبدا	۰/۲۸۴۵	۰/۰۷۵۳	۳/۷۷۷۵	۰/۰۰۰۲
نقدشوندگی سهام	۰/۰۴۳۱	۰/۰۱۳۱	۳/۲۷۳۴	۰/۰۰۱۱
نقدشوندگی سهام* تحریم اقتصادی	-۰/۰۲۱۹	۰/۰۰۶۶	-۳/۲۹۴۵	۰/۰۰۱۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۶۳۷	۰/۰۲۰۷	۳/۰۷۴۵	۰/۰۰۲۲
اهرم مالی	-۰/۱۴۱۶	۰/۰۲۰۷	-۶/۸۳۷۳	۰/۰۰۰۰

۰/۰۰۰۰	-۵/۲۸۴۶	۰/۰۰۸۷	-۰/۰۶۶۲	فروش
۰/۰۰۰۰	-۸/۴۱۸۲	۰/۰۳۸۳	-۰/۳۲۳۱	وجه نقد
۰/۲۰۷۶	-۱/۲۶۱۵	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۱۲	کیوتوبین
۰/۱۱۰۶	۱/۵۹۷۸	۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۸۱	اندازه شرکت
۰/۸۱۵۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۲۹۲	ضریب تعیین
۱/۶۳۶۴	دوربین واتسون		۶۹/۳۴۴۶	آماره F
			۰/۰۰۰۰	معناداری

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگ‌تر از آماره بحرانی و سطح معنی‌داری آن نیز کوچک‌تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین در جدول فوق مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر ضریب (نقدشوندگی سهام\* تحریم اقتصادی)، ۰/۰۰۱۰ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور منفی است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه منفی و معناداری بین (نقدشوندگی سهام\* تحریم اقتصادی) و سرمایه‌گذاری آتی شرکت وجود دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش نیز تایید می‌گردد.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۸۱ درصد و نشان دهنده این است که ۸۱ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل، تعدیل‌گر و کنترلی تبیین می‌شود.

از طرفی آماره دوربین-واتسون در جدول ۸ برابر با ۱/۶۳ است. از آنجا که این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است، می‌توان بیان نمود که در مدل دوم تحقیق، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود. یعنی طبق فرآیند عملیاتی برآورد مدل، این خودهمبستگی رفع شده است.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به یافته‌های پژوهش، نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارد که این امر بیانگر تایید شدن فرضیه اول پژوهش است. این نتیجه، با نتایج حاصل از پژوهش‌های الحسن و ناکا (۲۰۲۰)، شانگ (۲۰۱۶)، مانوز (۲۰۱۳)، بیکر و همکاران (۲۰۰۶)، بیکر بیلز و پاول (۲۰۰۶)، یحیی‌زاده فرد و همکاران (۱۳۹۹) و هوشیار (۱۳۹۸) همراستا می‌باشد. نقدشوندگی سهام از جمله خصیصه‌های اصلی و از فاکتورهای ساختار بازار می‌باشد. از طرفی، بالا بودن قدرت نقدشوندگی سهام، نرخ بازده مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌ها را به دلیل کاهش نسبی هزینه تجاری، کاهش می‌دهد. در صورتی که در شرکتی، نقدشوندگی سهام پایین باشد، ریسک نقدشوندگی شرکت بالا بوده و سرمایه‌گذاران برای جبران پذیرفتن ریسک بالاتر، بازده بالاتری را طلب می‌کنند. شرکت برای برآوردن بازده بالاتر سرمایه‌گذاران، نیازمند تامین وجه نقد بوده و از هرگونه ریسک در قبال وجوه نقد شرکت اجتناب می‌کند. در نتیجه نقدشوندگی پایین سهام منجر به کمتر شدن وجوه مورد نیاز شرکت شده و به دنبال آن سرمایه‌گذاری آتی شرکت نیز کاهش خواهد یافت. با همین استدلال انتظار می‌رود که با افزایش نقدشوندگی سهام، سرمایه‌گذاری آتی شرکت نیز افزایش یابد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، تحریم اقتصادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. این نتیجه، با نتایج حاصل از پژوهش‌های الحسن و ناکا (۲۰۲۰)، شانگ (۲۰۱۶)، یحیی‌زاده فرد و همکاران (۱۳۹۹) همراستا می‌باشد. تحریم‌های اقتصادی در سال‌های اخیر، مهمترین چالش اقتصادی در بازار سرمایه می‌باشد. از آنجایی که رابطه بین نقدشوندگی بازار سهام و تصمیمات شرکت‌ها در رابطه با پرداخت و سرمایه‌گذاری مجدد، نگرانی مداوم در ادبیات مالی شرکتها است. می‌توان ادعا کرد که چون هزینه سهام عاملی برای کاهش جریان نقدی آینده است، منطقی است که انتظار داشته باشیم که کاهش هزینه سهام ناشی از افزایش نقدینگی سهام منجر به رشد سرمایه‌گذاری‌های بعدی شود. از

سوی دیگر بسیاری از بنگاههای اقتصادی بزرگ فعال در بورس تهران تولید کننده کالاهای واسطه ای و یا اولیه جهت تولید کالاهای مصرفی نهایی هستند. اجرای تحریمها، گران شدن نرخ ارز خارجی و افزایش هزینه و دشواری تدارک از خارج، منجر به کاهش تولید، کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش رشد اقتصادی خواهد شد که این موضوع به تاثیر منفی تحریم اقتصادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت اشاره دارد. لذا انتظار می‌رود که در سالهای تحریم اقتصادی، رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت تضعیف شود.

#### ۸- پیشنهادهای کاربردی پژوهش

با توجه به پذیرفته شدن فرضیه اول پژوهش، نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکتها تاثیر مثبت و معناداری دارد. لذا به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌گردد که به منظور کسب بازدهی بیشتر در شرکت‌هایی از بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاری نمایند که دارای نقدشوندگی بالایی بوده و کمتر با مشکلات نقدشوندگی سهام مواجه‌اند. زیرا در شرکت‌هایی که نقدشوندگی سهام در آنها پایین است و ریسک نقدشوندگی بالایی دارند، سرمایه‌گذاری آتی کمتری داشته و نمی‌توانند ثروت سهامداران را حداکثر نمایند.

با توجه به پذیرفته شدن فرضیه دوم پژوهش، تحریم اقتصادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت تاثیر گذار است و نخستین پیامد تحریم‌های اقتصادی معمولاً اثر روانی آنها است و این پیامد زودتر از دیگر اثرات تحریمها خود را نشان می‌دهد. در نتیجه با اعمال تحریم، عدم اطمینان به آینده افزایش می‌یابد و انتظار سوددهی واحدهای اقتصادی دچار تردید خواهد شد. لذا به مدیران و مسئولین شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌گردد که با برگزاری جلسات ارزیابی تحریمها و آثار احتمالی آن بر تولید و خدمات شرکت، از تحریم‌های اقتصادی، به دید فرصت نگاه کرده و از این طریق، آثار زیان‌بار آن را کاهش دهند.

#### ۹- محدودیت‌های پژوهش

به دلیل در دسترس بودن صورت‌های مالی و اطلاعات شرکت‌های بورسی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شد. در صورتی که قلمرو مکانی تحقیق شرکت‌های غیر بورسی می‌بود، احتمالاً نتایج تحقیق، متفاوت می‌بود.

نتایج این پژوهش با توجه به اطلاعات شرکت‌های نمونه در طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. تغییر در بازده زمانی ممکن است نتایج متفاوتی را ارائه دهد.

در انتخاب نمونه‌ها شرایط خاص اعمال گردیده که در تعمیم‌دهی نتایج به سایر شرکتها باید جانب احتیاط رعایت شود.

#### منابع

بنی مهد، بهمن؛ فرزانه نوخندان، متین (۱۳۹۳). شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۲۲۳-۲۰۷

دودانگی، محمد (۱۳۹۵). عوامل موثر بر جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی در ایران، پژوهشهای رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۱۴۷-۱۳۱.

ذره، مسعود (۱۳۹۲). بررسی رابطه میان تورم و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران (svar)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد، دانشکده اقتصاد و حسابداری.

سعیدی علی و دادار، ام البنین (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی در دوره های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مدیریت، شماره ۱۶.

صفری کهره، زهرا (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد.

قائمى محمد حسین و رحیم پور، محمد (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۴۵-۱۵۸.

کاظمی، حسین؛ حیدری، عباس (۱۳۹۱). رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۵، شماره ۴، صص ۲۹-۳۹.

هوشیار، فریبا (۱۳۹۸). تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه گذاری و تولید شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر قدس، دانشکده علوم انسانی.

یحیی زاده فر، محمود؛ علیقلی، منصوره؛ ذبیحی، فاطمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۲۲-۵.

Alhassan. A., Naka, Atsuyuki(2020). Corporate future investments and stock liquidity: Evidence from emerging markets, *International Review of Economics and Finance* 65, pp 69–83.

Amihud, Y., Mendelson, H., (1988) "Liiii ttt y add attt ttt e:: nnaclll nnn agettt mrii caii" F fccccccaa aagee nt No17, 5–15.

Becker-Blease, J. R., & Paul, D. L. (2006). "Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions". *Financial Management*, 35(3), 35-51

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). "Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets". *The Review of Financial Studies*, 20(6), 1783-1831. 11

ElBannan, M. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Makets Review*, doi:10.1016/j.ememar.2017.1 1.001

Geoffrey, K.C. and Nicholson, G.J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance, *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-205.

Gregoriou, A., Nguyen, N., D (2010) "MMM and eeeett aaeesssss ssee CMMMeeee raaaciiss csss: eeeecce fmmnee KK kkkkkkkkee" Jaaaaa ff Irrr aaiaaal Fnnnlll Markets, *Institutions & Money* 20, 267–274.

Jacoby, G and Steven X. Zheng (2010). "Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*.

Lam, K.S.K., Tam, L.H.K (2011) "Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America". Journal of Empirical Finance, 20, 18-29.

Muñoz, F. (2013). "Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America". Journal of Empirical Finance, 20, 18-29.

Rubin, A., (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, Journal of Financial Markets, 10(3),219– 248.

Sadka, R., (2011) "Stock Liquidity and Firm Investment, Evidence from Chinese". Journal of Business Theory and Practice, 4(1), 2

Xiong, J. (2019). "Stock Liquidity and Firm Investment, Evidence from Chinese". Journal of Business Theory and Practice, 4(1), 2

