

تأثیر نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیلگر ریسک تجاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۲۵
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۲۰
کد مقاله: ۲۶۴۶۶

ناهید فاموری ششده^{۱*}، مهدی پرورش^۲

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیلگر ریسک تجاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته است. روش این پژوهش روش پژوهش از نوع همبستگی بر اساس رگرسیون و مبتنی بر داده‌های پنل است. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که به روش حذف سیستماتیک ۱۱۱ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ انتخاب گردید. نتایج فرضیه نشان داد که نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیلگر ریسک تجاری تأثیر معناداری دارد. متغیرهای کنترلی مالکیت نهادی، اهرم مالی، اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی، میزان فروش، ارزش بازار بر ارزش دفتری، در فرضیه پژوهش تأثیرگذار بودند.

واژگان کلیدی: نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری، ریسک تجاری، مالکیت نهادی

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری (نویسنده مسئول) nahid.famori@gmail.com

۲- مربی، عضو هیأت علمی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودان

موضوعات در زمینه نقدشوندگی، همواره، مورد استقبال پژوهشگران مالی و اقتصادی قرار گرفته است. باتوجه به تحقیقات زیادی که در این زمینه صورت گرفته اما پژوهش های کمی در خصوص تأثیر نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه گذاری انجام شده است. نقدشوندگی، تبدیل دارایی یا سرمایه به وجه نقد در کمترین زمان گفته می شود. باتوجه به اینکه که سرمایه گذاری شرکت ها همواره به عنوان یکی از راه های مهم ارتقای شرکت ها و اجتناب از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده، اما محدودیت در منابع سبب شده که علاوه بر توسعه سرمایه گذاری حداکثرسازی کارایی سرمایه گذاری حائز اهمیت باشد. منظور از کارایی سرمایه گذاری انجام کلیه پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت می باشد. نقدشوندگی سهام می تواند با تشویق مدیران به تمرکز بیش از حد بر عملکرد کوتاه مدت، منجر به سرمایه گذاری کمتر گردد. در یک بازار نقدشونده، مدیران ممکن است با سرمایه گذاری ناکافی در بازار، برای افزایش درآمد کوتاه مدت تشویق شوند، زیرا شرکت های آنها ممکن است سرمایه گذارانی را جذب کنند که افق سرمایه گذاری کوتاهی دارند و به عملکرد کوتاه مدت اهمیت بیشتری می دهند (لی و همکاران، ۲۰۲۲؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۷). پیش بینی ریسک، بر رفتار مدیران سرمایه گذاری تأثیر می گذارد؛ بنابراین هرگونه اطلاعات در مورد ریسک یک شرکت برای سرمایه گذاران مفید است. این در حالی است که افشای اطلاعات با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بین سرمایه گذاران و شرکت ها، کارایی سرمایه گذاری شرکت را بهبود می بخشد (لی و همکاران، ۲۰۱۹). در تعیین کارایی سرمایه گذاری دست کم ۲ معیار نظری وجود دارد. معیار اول بیان می نماید که به منظور تامین مالی فرصت های سرمایه گذاری نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد (برادران حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۳). در یک بازار کارا کلیه پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت می بایست تامین مالی شوند. یکی از مواردی که می توان استنباط نمود این است که شرکت های مواجه با محدودیت تامین مالی ممکن است به دلیل هزینه های زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این امر به کاهش سرمایه گذاری منجر می گردد. در معیار دوم نیز بیان می کند که اگر شرکت تصمیم به تامین مالی بگیرد هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی انجام گیرد. به طور کلی، کارایی سرمایه گذاری زمانی حاصل می شود که شرکت تنها در تمام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه گذاری کند. کارایی سرمایه گذاری و یا سرمایه گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است اجتناب، و از طرفی دیگر، منابع به سوی فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد هدایت گردد. یکی از دلایل دیگری که می تواند شرکت ها را در تامین منابع مالی دچار مشکل کند ریسک تجاری است؛ شرایطی که سبب می شود، شرکت نسبت به فروش محصول و کسب سود اطمینان کافی نداشته باشد. شرکت های با ریسک تجاری بالا نیز تمایل دارند تا شفافیت بیشتری را در محیط اطلاعاتی خود نشان دهند (ژانگ، ۲۰۰۶؛ فانگ و همکاران، ۲۰۰۹). از این رو، وجود محدودیت های مالی و عدم تقارن اطلاعاتی به ترتیب برای شرکت های با ریسک تجاری فراگیرتر است. به این ترتیب، نقدشوندگی سهام نقش مفیدتری در ارتقای کارایی سرمایه گذاری این شرکت ها از طریق تسهیل تامین مالی، شفافیت اطلاعات و بازخورد بازار به مدیران می تواند داشته باشد. باتوجه به توضیحات ارائه شده پژوهش حاضر با هدف مطالعه نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه گذاری با توجه به نقش تعدیلگر ریسک تجاری بر اساس شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است؛ بنابراین سوال زیر مطرح می گردد:

آیا نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه گذاری با توجه به نقش تعدیلگر ریسک تجاری در شرکت ها اثر معناداری دارد؟

۲- مبانی نظری پژوهش

تحقیقات قبلی نشان می دهد که ناکارآمدی سرمایه گذاری می تواند نشأت گرفته از جدایی مالکیت و کنترل باشد که مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران و سهامداران ایجاد می کند (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶؛ فاما و جنسن، ۱۹۸۳). مدیران ممکن است در انجام پروژه های مخاطره آمیز بیش از حد اعتماد به نفس داشته باشند (رول، ۱۹۸۶؛ هیتون، ۲۰۰۲؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸). به این ترتیب، شناسایی عواملی که می توانند مشکلات سرمایه گذاری ناکارآمد را در شرکت ها کاهش

1- Ee, M. S., Hasan, I., & Huang, H.

2- Chang, X., Chen, Y., Zolotoy, L.

3- Li, Y., He, J., & Xiao, M

5- Zhang, X. F., 2006

6- Fang, V. W., T. H. Noe, and S. Tice,

7- Jensen, M. C., and W. H. Meckling

8- Fama and Jensen, 1983

9- Roll, 1986

10- Heaton, 2002

11- Malmendier, U., and G. Tate,

۴- برادران حسن زاده، رسول؛ بادآورتهندی، یونس؛ نکهیان، لیلیا

دهند، مهم است. فانگ و همکاران (۲۰۰۹)، بهارات و همکاران (۲۰۱۳) و چونگ و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که افزایش (کاهش) برون‌زا در نقدشوندگی سهام باعث بهبود (کاهش) ارزش شرکت می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۱۵)^۳ دریافتند که شرکت‌هایی با نقدشوندگی بالا، احتمال کمتری وجود دارد که مدیریت سود واقعی و مبتنی بر تعهدی را انجام دهند. نقدشوندگی بالاتر سهام می‌تواند حاکمیت شرکتی را از طریق تهدیدات صوتی (مداخله مستقیم) و تهدیدات خروج (مداخله غیرمستقیم) افزایش دهد. ماگ (۱۹۹۸)^۴ استدلال می‌کند که نقدشوندگی بالاتر سهام، نظارت و کنترل را افزایش می‌دهد. بدون ایجاد نوسانات قابل توجه در قیمت، نقدشوندگی بالاتر سهام امکان انباشت سهام با هزینه مبادله کم را فراهم می‌کند؛ سپس سهامداران نهادی جدید برای جمع‌آوری اطلاعات و مداخله مستقیم، با هدف بهبود ارزش شرکت و کارایی قیمت تشویق می‌شوند. اپل و همکاران (۲۰۱۶)^۵ دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی منفعل به طور فزاینده‌ای نقش مهمی در مالکیت سهام ایالات متحده ایفا می‌کنند زیرا می‌توانند بر تصمیم‌گیری شرکت از طریق بلوک‌های رای‌گیری بزرگ تأثیر بگذارند و عملکرد بلندمدت را افزایش دهند. نقدشوندگی بالای سهام با اجازه دادن به سهامداران بزرگ (به عنوان مثال، سرمایه‌گذاران نهادی) برای خروج با هزینه‌های مبادله پایین در زمانی که از شرکت‌های ضعیف ناامید هستند، کنترل شرکت را تقویت می‌کند. این شکل از مداخله غیرمستقیم (یعنی تهدید خروج) انگیزه‌هایی را برای مدیران ایجاد می‌کند تا سرمایه‌گذاری مؤثری برای حفظ ثروت خود داشته باشند، زیرا چنین خروجی‌ها می‌توانند قیمت سهام را کاهش دهند. مطالعات همچنین نشان می‌دهد که نقدشوندگی بالاتر سهام باعث افزایش اطلاعات قیمت سهام می‌شود (گروسمن و استیگلیتز^۶، ۱۹۸۰؛ کایل^۷، ۱۹۸۵؛ ایزلی و اوهارا^۸، ۲۰۰۴؛ خانا و سونت^۹، ۲۰۰۴). از این رو، نقدشوندگی سهام بالاتر می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق تسهیل بازخورد بازار به مدیران شرکت از طریق قیمت‌های اطلاعاتی سهام بهبود بخشد. قیمت‌های اطلاعاتی سهام سیگنال‌های معناداری را در مورد نیاز به مداخله زمانی که تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریتی کیفیت پایینی دارند به بازار مالی منتقل می‌کند. خانا و سونت (۲۰۰۴) استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران انگیزه‌هایی برای تأثیرگذاری بر قیمت‌ها دارند تا شرکت‌ها را وادار به انجام سرمایه‌گذاری‌های خاصی کنند. از این رو، حرکت قیمت سهام می‌تواند با انتقال احساسات سرمایه‌گذار به مدیران به عنوان یک ابزار بازخورد عمل کند و به مدیران اجازه دهد تا تصمیمات آگاهانه‌تری بگیرند. نقدشوندگی سهام بالاتر، سرمایه‌گذاران آگاه‌تری را جذب می‌کند که بر اساس اطلاعات خود در مورد رفتار مدیریتی، به شدت معامله می‌کنند، در نتیجه قیمت سهام را برای مدیران شرکت و سایر سهامداران آگاه‌تر می‌کند. انتظار می‌رود که این امر اهمیت اثر بازخورد بازار (سوبراهمانیام و تیتمن^{۱۰}، ۲۰۰۱) را بر تصمیمات مدیران افزایش دهد. این مکانیسم‌ها نظارت بهتری را القا می‌کنند تا مدیران احتمال بیشتری برای سرمایه‌گذاری مؤثر داشته باشند. از این رو، نقدشوندگی سهام بالاتر می‌تواند شفافیت و اثر بازخورد را با اطلاع‌رسانی بیشتر قیمت‌ها برای فعالان بازار برای انجام اقدامات انضباطی افزایش دهد. قیمت سهام یک شرکت بر تصمیمات مدیریتی تأثیر می‌گذارد و منعکس‌کننده آن است. قیمت‌های سهام مملو از اطلاعات، بازخورد ارزشمندی در مورد کیفیت تصمیم‌های مدیریتی به مدیران ارائه می‌دهد. به عنوان مثال، قابل قبول است که قیمت پایین‌تر نشان‌دهنده نارضایتی سرمایه‌گذاران از تصمیمات ضعیف سرمایه‌گذاری مدیریتی باشد، در حالی که قیمت بالاتر به درستی منعکس‌کننده انتظارات سرمایه‌گذاران از کارایی مدیریتی در استفاده از سرمایه شرکت است. همان‌طور که قیمت‌ها در پاسخ به تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تغییر می‌کنند، مدیران به دنبال جمع‌آوری مداوم اطلاعات از قیمت‌های بازار هستند و سپس اقداماتی را انجام می‌دهند که بر ارزش اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. برای جلب علاقه سرمایه‌گذاران به سهام شرکت، سوبراهمانیام و تیتمن (۲۰۰۱) استدلال می‌کنند که بازخورد از قیمت سهام می‌تواند بر انگیزه‌های مدیریتی برای افزایش ارزش شرکت مانند سرمایه‌گذاری کارآمد تأثیر بگذارد. بازار انتظار دارد که مدیران عامل، باید قیمت سهام بالاتری را حفظ کنند تا موقعیت خود را حفظ کنند و از بررسی دقیق فعالان سهامدار اجتناب کنند (باند و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۰). به این ترتیب، به طور گسترده اعتقاد بر این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریتی تحت تأثیر قیمت سهام و نقدینگی شرکت آنها قرار می‌گیرد (باند و همکاران، ۲۰۱۰). این استدلال توسط مطالعات متعدد پشتیبانی می‌شود. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران به دنبال کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی هستند، بازخورد قیمت‌های اطلاعاتی سهام که انتظارات سرمایه‌گذاران را در بر می‌گیرد، می‌تواند مدیران را تحت تأثیر سرمایه‌گذاری کارآمد قرار دهد (سوبراهمانیام و تیتمن، ۲۰۰۱). بنابراین، این احتمال وجود دارد که نقدشوندگی بالای سهام از طریق اثر بازخورد، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد، زیرا نقدشوندگی بالاتر سهام، سرمایه‌گذاران آگاه را جذب می‌کند.

- 1- Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar
- 2- Cheung, W. M., R. Chung, and S. Fung)
- 3- Chen, Y., S. G. Rhee, M. Veeraraghavan, and L. Zolotoy
- 4- Maug (1998)
- 5- Appel, I. R., T. A. Gormley, and D. B. Keim
- 6- Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz
- 7- Kyle
- 8- Easley, D., and M. O'Hara
- 9- Khanna, N., and R. Sonti
- 10- Subrahmanyam, A., and S. Titman
- 11- Bond, P., I. Goldstein, and E. S. Prescott

کند که محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را افزایش می دهند (کواه و همکاران^۱، ۲۰۲۱). آذری و همکاران^۲ (۱۴۰۱) در پژوهشی به ارائه مدل جامع جهت اندازه‌گیری ریسک نقدینگی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: بانک ملت) پرداختند. مدیریت نقدینگی بانک‌ها یکی از مهم‌ترین ریسک‌های هر بانک می‌باشد و کم‌توجهی به ریسک نقدینگی منجر به عواقب جبران‌ناپذیر می‌شود. جلوگیری از وقوع ریسک نقدینگی نیازمند یک روش اندازه‌گیری جامع می‌باشد؛ اما ریسک نقدینگی موضوعی پیچیده است و این پیچیدگی ارائه یک تعریف مناسب را دشوار می‌سازد. علاوه بر این، تعریف فاکتورهای تعیین‌کننده ریسک نقدینگی و فرمول‌بندی تابع هدف مرتبط برای تقریب و پیش‌بینی مقدار آن پیچیده است. در این تحقیق برای مقابله با این مشکلات و ارزیابی ریسک نقدینگی و فاکتورهای کلیدی آن، مدلی را پیشنهاد شد که از شبکه‌های عصبی مصنوعی و بی‌زی استفاده می‌کند. طراحی و اجرای این مدل شامل چندین الگوریتم و آزمایش جهت اعتبارسنجی است. در این مقاله از الگوریتم‌های بهینه‌سازی لوبنرگ-مارکوارت و ژنتیک جهت آموزش شبکه عصبی مصنوعی استفاده نمودند. همچنین یک مطالعه موردی در بانک ملت برای نشان دادن قابلیت اجرا، کارایی، دقت و انعطاف‌پذیری مدل اندازه‌گیری ریسک نقدینگی تحقیق، پیاده‌سازی گردید. رستمی استاد کلاهی و همکاران^۳ (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی طراحی مدل کارایی اجرای حسابداری بر اساس رویکرد حسابداری ریسک تجاری پرداختند. در پژوهش حاضر با بهره‌گیری از رهیافت کیفی و به‌کمک نظریه داده بنیاد و استفاده از مصاحبه‌های عمیق با ۳۱ نفر از خبرگان حسابداری در سال ۱۴۰۰ با عناوین شریک، اعضای سازمان حسابداری و اعضای کارگروه‌های تخصصی جامعه حسابداران رسمی در جهت درک معانی ذهنی آنها از رویکرد حسابداری ریسک تجاری در اجرای حسابداری، مصاحبه صورت گرفت. مضافاً از داده‌های متنی مندرج در یادداشت‌ها و مقالات نشریات حرفه‌ای بین‌المللی پیرامون رویکرد فوق که عمدتاً ارائه‌کننده دیدگاه خبرگان مختلف بود نیز استفاده شد. داده‌های پژوهش به کمک روش کدگذاری باز در نظریه داده بنیاد، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و مقوله‌های اصلی، مقوله‌های فرعی و خردمقوله‌ها (مفاهیم) استخراج گردید. به‌کمک رویکرد سیستمی که شامل ورودی‌ها، فرآیندها، خروجی‌ها، پیامدها و عوامل زمینه‌ای است، مدل کارایی اجرای حسابداری بر اساس حسابداری ریسک تجاری طراحی و مقوله‌های پدیدار شده در قالب آن ارائه گردید. با عنایت به محدودبودن دامنه پژوهش‌های پیشین پیرامون این رویکرد و به‌ویژه فقدان پژوهش جامع در ایران، مدل طراحی شده که چندوجهی بوده و حاصل دیدگاه خبرگان مختلف حسابداری است، دیدگاه جامع و وسیعی از کارایی اجرای حسابداری بر اساس حسابداری ریسک تجاری ارائه می‌نماید که می‌توان از آن در برنامه‌های بهبود کیفیت حسابداری، ارزیابی کار حسابداری مستقل و سایر راهبردهای کلان جهت توسعه روش‌شناسی حسابداری در ایران استفاده نمود. با توجه به کمبودهای روش فعلی حسابداری ایران، ادغام رویکرد حسابداری ریسک تجاری در روش فعلی، نویدبخش است. این رویکرد با توجه به ارزش ذاتی اثبات شده، می‌تواند باعث رفع حسابداری بیش از حد شود و به عنوان روش طبیعی و صحیح اجرای حسابداری در نظر گرفته شود. شیرزاد^۴ (۱۴۰۰)، به بررسی اثر گذاری محدودیت تامین مالی و بازده دارایی بر مدیریت دارایی‌های جاری با تاکید بر ریسک نقدشوندگی پرداخت. و به این نتیجه رسید که افزایش در محدودیت مالی شرکت تاثیر منفی بر سرمایه در گردش دارد. علاوه بر این افزایش در رشد سالانه فروش، افزایش در اندازه شرکت و همچنین افزایش در بازده دارایی شرکت منجر به افزایش سرمایه در گردش و افزایش در ریسک نقدینگی شرکت منجر به کاهش سرمایه در گردش شرکتها میشود. فرمان^۵ (۱۳۹۷)، به بررسی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و اختیارات مدیریتی با تامین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بررسی فرضیه‌های تحقیق مورد نظر گواه بر رابطه مثبت میان این متغیر سرمایه‌گذاری و جریان نقدی عملیاتی به‌صورت کلی است. رابطه مثبت میان سرمایه‌گذاری و اختیارات مدیریتی نیز تأیید شد، درحالی که رابطه بدست آمده بین سرمایه‌گذاری و اطلاعات نامتقارن، منفی برآورد شده است. تهرانی و حصارزاده^۶ (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. با این وجود، یافته‌های این مقاله حاکی از عدم وجود رابطه معنی‌داری بین محدودیت در تامین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. چانگ و چوگواننت^۷ (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی همه‌گیری ویروس کرونا و بازار سهام: نقدینگی، کارایی قیمت و تجارت پرداختند. این مقاله نشان می‌دهد که همه‌گیری ویروس کرونا با کاهش نقدینگی و افزایش کارایی قیمت و معاملات آگاهانه قبل از بسته شدن بازار بورس نیویورک همراه است. بسته شدن تالار معاملات منجر به کاهش نقدینگی، کارایی قیمت و معاملات آگاهانه در بورس نیویورک شد و بازگشایی بعدی آن منجر به افزایش این متغیرها شد. اثرات همه‌گیری و کف معاملات بر کارایی قیمت را می‌توان، حداقل تا حدی، با تأثیرات آن‌ها بر نقدینگی و معاملات آگاهانه توضیح داد. اثرات بر نقدینگی و کارایی قیمت پس از بازگشایی بازار نیویورک به طور کامل معکوس شد. کانگ و

1-Quah, H., Haman, J., & Naidu, D.

۲- آذری، تورج؛ دستوری، مجتبی؛ تهرانی، رضا

۳- رستمی استاد کلاهی، شعبی: آقایی، محمد علی؛ بیگلر، کیومرث

۴- شیرزاد، مریم

۵- فرمان آراء، وحید

۶- تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا

7- Chung, K. H., & Chuwongnant, C.

همکاران^۱ (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی سیاست تقسیم سود اجباری و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری دولتی پرداختند. این مطالعه نشان می‌دهد که: (۱) زمانی که شرکت‌های دولتی مرکزی مادر، ملزم به پرداخت سود سهام به دولت هستند، شرکت‌های دولتی مرکزی فهرست‌شده وابسته به گروه (CSOEs) به طور قابل توجهی بهبود کارایی سرمایه گذاری داشته اند (۲) یک مکانیسم قابل قبول این است که شوک های نقدی نامطلوب شرکت های CSOE مادر می تواند تخصیص مجدد منابع را از طریق تراکنش های اشخاص مرتبط در یک گروه تجاری با انگیزه فرصت سرمایه گذاری شرکت های CSOE فهرست شده به جای رفتار میانبر، شرکت های CSOE اصلی تسهیل کند. (۳) یافته‌های ما برای شرکت‌هایی با مشکلات نمایندگی جدی‌تر مشخص تر است. به طور کلی، ارزیابی تجربی پیامدهای اقتصادی سیاست تقسیم سود اجباری را از نظر کارایی سرمایه‌گذاری یک شرکت در یک گروه تجاری دولتی ارائه گردید. ردی یارام و آداپا^۲ (۲۰۲۲) در پژوهشی به موضوعی تحت عنوان زنان در هیئت مدیره، مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک پذیری: به بررسی اثرات متقابل تنوع جنسیتی و مسئولیت اجتماعی شرکت بر ریسک کسب و کار پرداختند. نتایج نشان داد که جنسیت رابطه منفی معناداری دارد و مسئولیت اجتماعی شرکت ارتباط مثبت معناداری با ریسک کسب و کار دارد. علاوه بر این، اثر متقابل تنوع جنسیتی و مسئولیت اجتماعی شرکت برای ریسک تجاری، به ویژه برای مشاغل در بخش خدمات منفی است. این یافته‌ها از این دیدگاه حمایت می‌کنند که زنان در هیئت مدیره شرکت‌ها هنگام ایفای نقش‌های خود، اقداماتی را انجام می‌دهند که ریسک‌پذیری را در شرکت‌ها کاهش می‌دهد. کواه و همکاران^۳ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه گذاری تحت محدودیت های تامین مالی و اطلاعات نامتقارن: شواهدی از ایالات متحده پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اثر نقدشوندگی سهام بالاتر بر کاهش سرمایه‌گذاری (بیش از حد) برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی که به ترتیب توسط شرکت‌های جوان تر و با ریسک تجاری بالاتر نشان داده می‌شود، بارزتر است. یافته‌ها در مجموع نشان می‌دهند که اثر نقدشوندگی سهام در شرایط ما برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی فراگیرتر است.

۳- روش پژوهش

با عنایت به محوریت موضوع، پژوهش حاضر بر اساس تحقیقات گذشته و به لحاظ هدف، در دسته کاربردی قرار دارد. به منظور سنجش متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی درج شده در سایت کدال و ره‌آورد استخراج و گردآوری گردید. در راستای ارتباط میان متغیرها از روش آماری رگرسیون بر اساس داده‌های پنل طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ استفاده شد. شایان ذکر است بخش ادبیات این پژوهش اقتباس از مطالعات کتابخانه‌ای می‌باشد؛ مطالعات کتابخانه‌ای برگرفته از پژوهش‌های کاربردی لاتین و داخلی می‌باشد؛ جامعه آماری پژوهش حاضر برگرفته از تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ با توجه به گستردگی جامعه آماری، با لحاظ کردن شرایط زیر، ۱۱۱ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب گردید: ۱- شرکت‌هایی که پایان سال مالی ۲۹ اسفند نبود حذف گردید. ۲- شرکت‌هایی بیمه، هلدینگ، موسسات مالی و بانک‌ها حذف گردید. ۳- شرکت‌هایی که طی یک سال (بر اساس بازه زمانی) از بورس خارج شده اند حذف گردید. ۴- شرکت‌هایی که اطلاعات ناقص داشته اند حذف گردید. ۵- شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است حذف گردید. شایان ذکر است، تجزیه و تحلیل با نرم‌افزار ایویوز ۱۲ انجام شده است.

۳-۱- فرضیه پژوهش

نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری دارای ریسک تجاری تاثیر معناداری دارد.

۳-۲- مدل رگرسیون

$$EFF_{i,t} = \alpha + \beta_1 Liq_{i,t} + \beta_2 B_Risk_{i,t} + \beta_3 Liq_{i,t} * B_Risk_{i,t} + \beta_4 IO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 Sales_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + e_0$$

الف: کارایی سرمایه‌گذاری (EFF): از تقسیم نسبت فروش به دارایی ثابت محاسبه می‌شود (یحیی زاده فر و همکاران^۴، ۱۳۹۹)؛ به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است ب: متغیر مستقل: نقدشوندگی سهام (LIQ): سرعت تبدیل دارایی به وجه نقد طی زمان کم نقدشوندگی سهام می‌گویند؛ در این پژوهش از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام به عنوان نقدشوندگی سهام و متغیر مستقل سهام به کار گرفته می‌شود:

$$BAS_{i,t} = \frac{(ask_{i,t} - bid_{i,t})}{(ask_{i,t} + bid_{i,t})/2} \times 100\%$$

- 1- Kong, D., Ji, M., & Liu, L.
- 2- Yarram, S. R., & Adapa, S.
- 3- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D.

۴- یحیی زاده فر، محمود؛ علیقلی، منصوره؛ ذبیحی، فاطمه

BAS عبارت است از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت i در سال t
 Ask عبارت است از میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در سال t
 Bid عبارت است از میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در سال t

ج- ریسک تجاری (B_Risk): عدم اطمینان کافی در خصوص میزان فروش و سود عملیاتی یک شرکت سرمایه پذیر، ریسک تجاری گفته می شود. از تقسیم تغییرات سود قبل از کسر بهره و مالیات بر تغییرات میزان فروش محاسبه می گردد؛ در این پژوهش به عنوان متغیر تعدیلگر در نظر گرفته شده است.

د- متغیرهای کنترلی: مالکیت نهادی (IO)، عبارت است از درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی می باشد. اهرم مالی (LEV): از تقسیم بدهی کل بر دارایی کل محاسبه می شود. اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم طبیعی دارایی ها به دست می آید. جریان نقدی عملیاتی (CFO): از طریق (جریان نقدی عملیاتی خالص + جریان نقدی خالص سرمایه گذاری) تقسیم بر دارایی کل محاسبه می شود. میزان فروش (SALE): از تفاوت درآمد فروش سال قبل و سال جاری تقسیم بر درآمد سال قبل به دست می آید. ارزش بازار بر ارزش دفتری (MB): از تقسیم ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می گردد.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آماره توصیفی

جدول ۱- آماره توصیفی (یافته های پژوهشگر)

میزان فروش	اندازه شرکت	ریسک تجاری	ارزش بازار به ارزش دفتری	نقد شونده	مالکیت نهادی	کارایی سرمایه گذاری	اهرم مالی	جریان نقدی	میانگین
۰,۱۸	۱۵,۲۱	۰,۰۷	۰,۴۵	۰,۱۱	۷۰,۳۸	۰,۳۵	۰,۵۵	۰,۱۳	میانگین
۰,۱۱	۱۵,۰۷	۰,۰۳	۰,۲۸	۰,۰۹	۷۴,۶۷	۰,۱۲	۰,۲۸	۰,۱۰	میانه
۲,۱۶	۲۰,۳۰	۰,۷۲	۰,۶۲	۲,۰۲	۹۹,۰۰	۰,۵۴	۰,۶۵	۰,۹۱	بیشترین
۰,۰۲	۱۱,۶۷	۰,۰۲	۰,۱۲	۰,۰۲	۰,۰۰	۰,۰۹	۰,۲۲	۰,۰۳	کمترین
۰,۲۱	۱,۶۱	۰,۰۹	۰,۸۵	۰,۵۹	۲۰,۶۷	۰,۰۴	۰,۰۹	۰,۲۲	انحراف معیار

جدول ۱ وضعیت متغیرهای پژوهش را نشان می دهد به طوری که متغیر کارایی سرمایه گذاری دارای میانگین ۰,۳۵، نقدشوندگی ۰,۱۱، ریسک تجاری ۰,۰۷ می باشد. سایر متغیرها نیز به تفکیک ارائه شده است.

۴-۲- نرمال بودن متغیر پژوهش

یکی از پیش فرض های مهم رگرسیون نرمال بودن متغیرها می باشد. چندین آزمون نرمال بودن وجود دارد که در این پژوهش از آزمون جاک-برا استفاده می گردد. در صورتی که سطح معنی داری متغیر پژوهش، کمتر از ۰,۰۵ باشد بایستی متغیر مورد نظر نرمال سازی شود.

جدول ۲- نرمال بودن متغیرها (یافته های پژوهشگر)

نرمال است	سطح معناداری	مقدار آماری	متغیر
	۰,۳۵	۱,۸۵	کارایی سرمایه گذاری

۴-۳- نتیجه آزمون فرضیه

نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه گذاری دارای ریسک تجاری تاثیر معناداری دارد. همان گونه که در جدول ۳- مشاهده می شود، معنی داری مدل کل در سطح (۰,۰۰۰۰) حاکی از معنی داری کلی مدل تخمین زده شده در سطح اطمینان (۰,۹۵) است بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰,۹۰ است. این عدد نشان می دهد که تقریباً ۰,۹۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۰,۱۰ درصد دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. مقدار آماره دوربین واتسون (۲,۳۰) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلال مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست (پارسا و همکاران، ۱۳۹۹). برای تایید یا رد این فرضیه ابتدا به

ضریب نقد شونذگی سهام توجه می‌شود. همان‌طور که مشخص است ضریب این متغیر ۰,۴۵- و در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز معنی- دار است. همچنین ضریب متغیر ریسک تجاری ۰,۱۲ است و زمانیکه متغیر ریسک تجاری به عنوان متغیر تعدیلگر در نقدشونذگی ضرب می‌شود این ضریب ۰,۲۶ می‌شود و آماره تی استیودنت و سطح معنی داری آن نیز به ترتیب ۵,۱۸ و ۰,۰۲ بوده است که نشان از تایید فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. در واقع ضریب ریسک تجاری زمانی که در نقدشونذگی سهام ضرب می‌شود ضریب نقدشونذگی از ۰,۴۵- به ۰,۲۶ افزایش می‌یابد. در واقع می‌توان چنین بیان نمود که ریسک تجاری باعث افزایش رابطه بین نقدشونذگی سهام و کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و این رابطه را تعدیل می‌کند. این نتیجه بدین معنی است که نقدشونذگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری دارای ریسک تجاری تاثیر معناداری دارد.

جدول ۳- آزمون فرضیه

شرح	ضرایب	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰,۲۹	۴,۸۰	۰,۰۱
نقدشونذگی سهام	-۰,۴۵	-۳,۳۵	۰,۰۱
ریسک تجاری	۰,۱۲	۳,۱۵	۰,۰۱
نقدشونذگی* ریسک تجاری	۰,۲۶	۵,۱۸	۰,۰۲
اهرم مالی	۰,۴۶	۸,۷۰	۰,۰۴
مالکیت نهادی	-۰,۳۰	-۲,۱۵	۰,۰۱
اندازه شرکت	۱,۱۲	۷,۹۲	۰,۰۳
جریان نقد عملیاتی	۰,۱۰	۴,۰۴	۰,۰۴
میزان فروش	۰,۱۲	۵,۵۷	۰,۰۲
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰,۲۵	۲,۰۴	۰,۰۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده R2		۰,۹۰	
آزمون F		۴۴,۸۴	
سطح معناداری مدل		(۰,۰۰۰)	
دوربین واتسون		۲,۳۰	

۵- بحث و نتیجه گیری

مطابق آنچه که انتظار می‌رود، تغییرات نقدشونذگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس تعدیلگری ریسک تجاری تاثیر دارد. مدیران با سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت، حرکت می‌نمایند که نقدشونذگی بالاتری را شامل می‌شود. دیده می‌شود که برخی سهامداران محدود بودن نقدشونذگی سهام را، عامل ریسک بیان می‌کنند و به طور معمول سرمایه‌گذاران به شدت ریسک‌گریز، از سرمایه‌گذاری در این نوع سهام اجتناب می‌کنند، اما از طرفی دیگر برخی از سرمایه‌گذاران ریسک طلب با یافتن سهم‌هایی که از نقدشونذگی پایین برخوردارند تلاش در کسب بازده اضافی دارند؛ در واقع ریسک تجاری برخی مواقع فضای رقابتی را به وجود می‌آورد و افراد سهامدار با تکیه بر نوسانات طی دوره‌های مختلف و تجربیات گذشته، ریسک‌پذیر هستند. در واقع این دسته از سرمایه‌گذاران نقدشونذگی محدود در این سهم‌ها را عاملی مثبت برای کسب بازدهی در آینده طی بلندمدت می‌پندارند. نتایج نشان می‌دهد که بیش از نیمی از شرکت‌ها به منظور سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خود از بدهی استفاده می‌نمایند که این مسأله می‌تواند ریشه در محدودیت‌های ابزار مالی در بازار بورس اوراق بهادار تهران جهت تامین مالی باشد که شرکت‌ها را به سوی دارایی‌های خود از راه بدهی سوق می‌دهد. بنابراین هرچه شرکت‌ها بزرگتر باشند از اهرم مالی و نسبت بدهی بیشتری به کارگیری می‌کنند. شرکت‌ها بایستی به منظور کنترل و کاهش ریسک از مشاوران مالی و اقتصادی استفاده کنند؛ در صورتی که فضای رقابتی شرکت‌ها، به طریقی فراهم شود که از ثبات نسبتاً خوبی برخوردار باشد به طبع سرمایه‌گذاران انگیزه بیشتری جهت سرمایه‌گذاری پیدا خواهند کرد.

منابع

۱. آذری، تورج؛ دستوری، مجتبی؛ تهرانی، رضا. (۱۴۰۱). ارائه مدل جامع جهت اندازه‌گیری ریسک نقدینگی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: بانک ملت). اقتصاد مالی، ۱۶(۵۹)، ۲۷۸-۲۵۳. doi: 10.30495/fed.2022.694721
۲. برداران حسن زاده، رسول؛ بادآورندهی، یونس؛ نگهبان، لیلا. (۱۳۹۳). تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۶(۱)، ۸۹-۱۰۶.
۳. پارسا، امیدعلی؛ مهرکام، مهرداد؛ حصنی مقدم، فاطمه. (۱۳۹۹). تأثیر تحریم‌های اقتصادی و ارتباطات سیاسی با تأکید بر درآمدها و شکاف مالیاتی: آزمون تئوری اقتصاد سیاسی. پژوهشنامه مالیات ۱۳۹۹؛ ۲۸ (۴۸): ۸۳-۱۰۸.

۴. تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱(۳)، ۵۰-۵۷. doi: 10.22034/iaar.2009.1051956۷-۵۰
۵. رستمی استاد کلایه، شعیب؛ آقایی، محمد علی؛ بیگلر، کیومرث. (۱۴۰۱). طراحی مدل کارایی اجرای حسابرسی بر اساس رویکرد حسابرسی ریسک تجاری. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۴(۵۵)، ۴۱-۷۸. doi: 10.30495/faar.2022.697086
۶. شیرزاد، مریم، ۱۴۰۰، اثر گذاری محدودیت تامین مالی و بازده دارایی بر مدیریت دارایی های جاری با تاکید بر ریسک نقدشوندگی، اولین کنفرانس بین المللی مهندسی صنایع، مدیریت، اقتصاد و حسابداری، <https://civilica.com/doc/1220623>
۷. فرمان آرا، وحید. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و اختیارات مدیریتی با تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۲(۴۳)، ۲۰۹-۲۳۲.
۸. یحیی زاده فر، محمود؛ علیقلی، منصوره؛ ذبیحی، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، ۵-۲۲. doi: 10.22034/iaar.2020.107121
9. Appel, I. R., T. A. Gormley, and D. B. Keim, 2016, Passive investors, not passive owners, *Journal of Financial Economics* 121(1), 111–141.
10. Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar, 2013, Exit as governance: an empirical analysis, *The Journal of Finance* 68(6), 2515–2547.
11. Bond, P., I. Goldstein, and E. S. Prescott, 2010, Market-based corrective actions, *The Review of Financial Studies* 23(2), 781–820.
12. Chang, X., Chen, Y., Zolotoy, L., 2017. Stock liquidity and stock price crash risk. *J. Financ. Quant. Anal.* 52, 1606–1637.
13. Chen, Y., S. G. Rhee, M. Veeraraghavan, and L. Zolotoy, 2015, Stock liquidity and managerial short-termism, *Journal of Banking and Finance* 60, 44–59
14. Cheung, W. M., R. Chung, and S. Fung, 2015, The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: endogeneity and the REIT experiment, *Journal of Corporate Finance* 35, 211–231.
15. Chung, K. H., & Chuwongnant, C. (2023). COVID-19 pandemic and the stock market: Liquidity, price efficiency, and trading. *Journal of Financial Markets*, 100803. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100803>
16. Easley, D., and M. O'Hara, 2004, Information and the cost of capital, *The Journal of Finance* 59(4), 1553–1583.
17. Ee, M. S., Hasan, I., & Huang, H. (2022). Stock liquidity and corporate labor investment, *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Corporate Finance* 72 (2022) 102142
18. Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26(2), 301–326.
19. Fang, V. W., T. H. Noe, and S. Tice, 2009, Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics* 94(1), 150–169.
20. Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz, 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review* 70(3), 393–408.
21. Heaton, J. B., 2002, Managerial optimism and corporate finance, *Financial Management* 31(2), 33–45.
22. Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305–360.
23. Khanna, N., and R. Sonti, 2004, Value creating stock manipulation: feedback effect of stock prices on firm value, *Journal of Financial Markets* 7(3), 237–270.
24. Kong, D., Ji, M., & Liu, L. (2023). Mandatory dividend policy and investment efficiency within state-owned business groups. *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101910. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101910>
25. Kyle, A. S., 1985, Continuous auctions and insider trading, *Econometrica* 53(6), 1315–1335.
26. Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63, 138-151. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.021>
27. Malmendier, U., and G. Tate, 2008, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, *Journal of Financial Economics* 89(1), 20–43.
28. Maug, E., 1998, Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, *The Journal of Finance* 53(1), 65–98.
29. Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, 61, 2109-2150.
30. Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business* 59 (2), 197–216.
31. Subrahmanyam, A., and S. Titman, 2001, Feedback from stock prices to cash flows, *The Journal of Finance* 56(6), 2389–2413
32. Yarram, S. R., & Adapa, S. (2022). Women on boards, CSR and risk-taking: An investigation of the interaction effects of gender diversity and CSR on business risk. *Journal of Cleaner Production*, 378, 134493. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134493>
33. Zhang, X. F., 2006, Information uncertainty and stock returns, *The Journal of Finance* 61(1), 105–136.