

وجه نقد مازاد، تداوم معاملات و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین فخاری^{۱*}

محمد ایرانی^۲

فاطمه باباجانی زاده میرکلانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۱/۳۱

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر تداوم معاملات سهام بر ارزش شرکت بوده و همچنین اثر تعدیل‌کنندگی تداوم معاملات بر رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین به این سوال که چگونه نقد شوندگی سهام می‌تواند بر ارزش شرکت تاثیر داشته و هزینه نمایندگی را تعدیل کند پرداخته شده است. به همین جهت اطلاعات ۱۵۵ شرکت طی دوره های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران به روش تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد آزمون و تحلیل قرار گرفته است. از ویژگی های این پژوهش این است که برای اولین بار برای اندازه‌گیری تداوم معاملات از مدل ليو استفاده شده است که ابعاد مختلف نقدشوندگی مانند سرعت معامله، حجم معامله و گردش سهام را در نظر می‌گیرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تداوم معاملات و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، همچنین وجود متغیر تعدیلی تداوم معاملات رابطه‌ای بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت را مثبت و معنادار می‌سازد. این یافته‌ها بیانگر نقش بازار سرمایه در کاهش هزینه نمایندگی در سطح شرکت‌های ایرانی است.

واژگان کلیدی

وجه نقد مازاد، تداوم معاملات، ارزش شرکت

۱. دانشیار حسابداری، دانشگاه مازندران، دانشکده اقتصاد و اداری، بابلسر، ایران. (نویسنده مسئول: H73hf@yahoo.com)

۲. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه مازندران، دانشکده اقتصاد و اداری، بابلسر، ایران.

(MohammadIrani208@yahoo.com)

۳. کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه غیر انتفاعی راه دانش بابل، بابل، ایران. (Fatemeh.babajani1374@gmail.com)

مقدمه

حجم معاملات از جمله عواملی است که بر بازده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در یک سهم، موثر است. هر چه میزان حجم معاملات بیشتر شود قدرت نقدشوندگی سهام افزایش یافته (خوشنود و فرخونده، ۱۳۹۴) و با افزایش نقدشوندگی، بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. همچنین تحقیقات زیادی بر این موضوع تاکید دارند که یکی از عوامل تاثیرگذار در سرمایه‌گذاری‌ها، علی‌الخصوص سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت میزان نقدشوندگی سهام است (قائمی، ۱۳۷۹)، نقدشوندگی به معنای توانایی سرمایه‌گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴). در سال‌های اخیر معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی ملاک عمل قرار گرفته است که از جمله این معیارها می‌توان به حجم معاملات و معیار مورد استفاده توسط آمیهود (۲۰۰۲) اشاره کرد اما ليو (۲۰۰۶) معتقد است که نقدشوندگی دارایی‌ها دارای ابعاد مختلفی می‌باشد که به وضوح از طریق یک معیار قابل اندازه‌گیری نیست. به همین جهت ليو از معیاری با عنوان $lm12$ که معیار روزهای بدون معامله تعدیل شده در ۱۲ ماه می‌باشد استفاده می‌کند این معیار چندین ابعاد نقدشوندگی را از جمله سرعت معاملات، حجم معاملات و تعداد معاملات را در نظر می‌گیرد. بدیهی است که ابعادی همچون، تعداد دفعات و حجم معاملات می‌توانند میزان نقدشوندگی سهم را به طور گسترده‌تری توضیح دهند. بر همین اساس در این تحقیق برای اولین بار در بازار سرمایه ایران همچون هوانگ و مازوز (۲۰۱۸) و چای لین و همکاران (۲۰۰۹) برای اندازه‌گیری میزان تداوم معاملات از معیار نقدشوندگی ليو (۲۰۰۶) استفاده شده است. چرا که اعتقاد بر این است که این شاخص برخلاف پژوهش‌های قبلی ابعاد مختلف نقدشوندگی را در نظر می‌گیرد و هر چه میزان نقدشوندگی یک سهم افزایش پیدا کند داد و ستد سهام یک شرکت و تداوم معاملات سهام آن شرکت بیشتر می‌شود (هوانگ و مازوز ۲۰۱۸). بعبارت دیگر افزایش تداوم معاملات شرکت باعث کاهش هزینه‌های فرصت برای سرمایه‌گذاران آگاه شده و همچنین می‌تواند باعث کاهش ریسک نقدشوندگی سهام شرکت و در نتیجه کاهش هزینه‌های سرمایه و افزایش ارزش شرکت شود (چای لین و همکاران ۲۰۰۹).

همچنین از سوی دیگر از جمله عوامل تاثیرگذار بر ارزش شرکت، وجه نقد مازاد شرکت می‌باشد (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸). چراکه میزان وجه نقد مازاد شرکت به واسطه جذابیتی که دارد موجب جذب سرمایه‌گذاران شده و منجر به افزایش در حجم و دفعات معاملات سهام می‌شود؛ که این رویداد در نهایت با افزایش نقدشوندگی سهام همراه بوده و با کاهش ریسک، بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. عاملی که سبب افزایش ارزش شرکت در آینده شده و چشم انداز معامله‌گران سهام شرکت را تغییر می‌دهد (اسم و آلام، ۲۰۱۴) و از همین جهت است که برخی از شرکت‌ها، وجه نقد مازاد را برای کاهش مشکلات ناشی از نقدینگی و تامین مالی گران آتی نگهداری می‌کنند (باتس و همکاران ۲۰۰۹).

در همین رابطه ليو (۲۰۰۶) در تحقیق خود نشان داد که ارتباط معناداری بین وجه نقد مازاد نگهداری شده و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد به این معنی که وجه نقد مازاد، سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کرده و باعث افزایش میزان داد و ستد سهام این شرکت‌ها شده و ریسک عدم تداوم معاملات سهام شرکت را کاهش می‌دهد (هوانگ و مازوز ۲۰۱۸).

از سوی دیگر گروه دیگر از محققین (جانسون و همکاران، ۲۰۰۰؛ جنسن، ۱۹۸۶) معتقدند که نگهداری وجه نقد مازاد سبب می‌شود تا حقوق سهامداران اقلیت مورد سو استفاده مدیران قرار گیرد، از همین رو جذابیت سهام این گونه

شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران از بین رفته و سبب می‌شود تا معاملات این گونه شرکت‌ها کاهش یابد. لذا انتظار می‌رود هر چه معاملات این گونه شرکت‌ها کاهش یابد ریسک نقدشوندگی سهام این گونه شرکت‌ها افزایش یابد و در نهایت سهامداران شرکت بازده مورد انتظار بیشتری را طلب کرده و این موضوع باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و ارزش شرکت کاهش یابد.

با توجه به مبانی نظری متفاوت از تاثیر وجه نقد مازاد بر تداوم معاملات سهام و ارزش شرکت در این پژوهش ابتدا به بررسی تاثیر تداوم معاملات بر ارزش شرکت در بازار سرمایه نوظهور ایران پرداخته‌ایم، همچنین برخلاف تحقیقات گذشته که به بررسی تاثیر مستقیم وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت پرداخته‌اند (فاکنندر و وانگ، ۲۰۰۶؛ برون و بتراسون، ۲۰۱۱؛ اسانت-دارکو و همکاران، ۲۰۱۸؛ سلیمی و خاکزاد کهق، ۱۳۹۸). در این تحقیق به نقش تعدیل‌کنندگی تداوم معاملات سهام شرکت بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت پرداخته شده است.

اهمیت پژوهش حاضر از این جهت است که می‌تواند برای سرمایه‌گذاران شاخص جایگزینی مبتنی بر عامل موثر بر ارزش شرکت ارائه دهد و همچنین تحلیل گران مالی می‌تواند از این شاخص در تحلیل‌های خود مبتنی بر عوامل موثر بر ریسک نقدشوندگی شرکت و در نهایت موثر بر ارزش شرکت استفاده کنند.

لذا در ادامه پس از بیان مبانی نظری پژوهش به روش‌شناسی تحقیق پرداخته و پس از بیان فرضیه‌ها به تحلیل و بررسی یافته‌ها پرداخته می‌شود و در نهایت نتایج و پیشنهادات لازم ارائه می‌شود.

مبانی نظری

مشکلات نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود تا تغییرات نقدی تاثیر قابل توجهی در عملکرد شرکت و ارزش بازار داشته باشد (هوانگ و مازوز ۲۰۱۸)، زیرا وجه نقد مازاد موجود در شرکت نشان دهنده اطلاعات مهمی در مورد چشم انداز آتی شرکت (سیموتین، ۲۰۱۰) و میزان وجهی می‌باشد که ممکن است توسط مدیریت سازمان جهت رسیدن به مقاصد خود هدر داده شود (هارفرد، ۲۰۰۸). تحقیقات نشان می‌دهد که تاثیر وجه نقد مازاد بر تداوم معاملات بستگی به توانایی شرکت در استفاده از وجه نقد در جذب سرمایه‌گذاران برای خرید و معامله سهام شرکت دارد. از همین رو دو فرضیه برای بیان روابط بین وجه نقد مازاد و تداوم معاملات وجود دارد:

فرضیه " هزینه فرصت سرمایه‌گذاری" و هزینه منفعت طلبی مدیران.

هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در واقع، نشان دهنده این موضوع است که وجه نقد مازاد می‌تواند از دو طریق هزینه‌های سرمایه را کاهش و به تبع تداوم معاملات را افزایش دهد، اولاً از طریق بهره‌وری مناسب از بودجه شرکت که به شرکت‌ها کمک می‌کند که از وقوع انحرافات در عملیات شرکت جلوگیری کنند و اطمینان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری، بر روی برنامه‌های آینده شرکت برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد (باتس و همکاران، ۲۰۰۹)، دوماً از طریق کاهش بازده مورد انتظار سهامداران به دلیل افزایش مشارکت‌های تجاری سهامداران (هوانگ و ماروز، ۲۰۱۸) زیرا اگر وجه نقد باعث کاهش نوسانات ارزش دارایی‌ها شود (کاپلان و همکاران، ۲۰۱۲)، شرکت‌های که وجه نقد بیشتری دارند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب می‌کنند به ویژه سرمایه‌گذارانی که تا به حال در سهام آن شرکت سرمایه‌گذاری نکرده‌اند به این ترتیب مشارکت از طرف معامله‌گران بی اطلاع، باعث کاهش هزینه‌های انتخاب نامطلوب توسط معامله‌گران آگاه می‌شود و این موضوع باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی و افزایش تمایل سرمایه‌گذاران و بهبود تداوم معاملات می‌شود (لین و همکاران ۲۰۰۹). از جمله عواملی که باعث می‌شود تا وجه نقد مازاد باعث تداوم معاملات شده

و این دیدگاه را ایجاد کند، این موضوع است که سهام شرکت‌های دارای وجه نقد مازاد، کمتر به شوک‌های نقدینگی بازار واکنش نشان می‌دهند و این موضوع باعث کاهش بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه‌های سرمایه می‌شود (هوانگ و مازوز ۲۰۱۸).

در مقابل فرضیه هزینه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، **فرضیه فرصت طلبی مدیریت** مبتنی بر رابطه منفی بین وجه نقد مازاد و تداوم معاملات است (دیمیتر، ۲۰۰۳؛ اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴)، این فرضیه مبتنی بر این دیدگاه است که در محیط‌های اطلاعاتی با عدم تقارن بالا وجه نقد مازاد باعث ایجاد فرصت‌طلبی مدیران می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶) لذا شرکت‌های که وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند، از احتمال سواستفاده مدیریت بیشتری نسبت به وجه نقد برخوردارند. در نتیجه سهام این گونه شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران از جذابیت کمتری برخوردار می‌شود و این موضوع باعث کاهش مشارکت سرمایه‌گذاران برای معامله سهام این شرکت‌ها می‌شود. چرا که مازاد وجوه نقد باعث افزایش هزینه معاملات برای سرمایه‌گذاران می‌شود، به گونه‌ای که باعث کاهش انعطاف پذیری قیمت سهام شرکت، افزایش ریسک نقدشوندگی سهام، افزایش بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه‌های سرمایه‌گذاری شده و در نهایت باعث کاهش ارزش شرکت می‌گردد. لذا با توجه به استدلال‌های نظری فوق انتظار می‌رود که ارتباط مثبت و معناداری بین تداوم معاملات سهام شرکت و ارزش سهام وجود داشته باشد و همچنین تداوم معاملات اثر تعدیل‌کننده‌ای بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت داشته باشد. بر همین اساس مرور پیشینه پژوهش‌ها از جهت تدوین درست روش پژوهش مفید خواهد بود لذا در ادامه به بررسی پیشینه پژوهش‌های مربوط پرداخته می‌شود.

پیشینه پژوهش

احمدپور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حجم معاملات و تغییرات قیمت سهام پرداختند آن‌ها دریافته‌اند که ساختار معاملات سهام یو (U) شکل می‌باشد و تعداد دفعات معامله و تعداد سهام معامله شده و تغییر قیمت سهام روزانه با یکدیگر رابطه مثبت دارند، همچنین آن‌ها دریافته‌اند که تغییرات قیمت سهام طی روزهای متوالی از یک روند صعودی یا نزولی تبعیت می‌کند.

اسدی و باغدار (۱۳۹۴) به بررسی وجود سطح بهینه‌ای از وجه نقد نگهداری شده که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند پرداختند. آن‌ها همچنین تأثیر انحرافات از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که رابطه مقعری بین وجه نقد نگهداری شده و ارزش شرکت وجود دارد که مؤید این است که سطح بهینه‌ای از وجه نقد وجود دارد که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند. نتایج آن‌ها همچنین نشان داد که انحراف مثبت از سطح وجه نقدی که بر اساس ویژگی‌های خاص شرکت‌ها برآورد شده است، تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

اسلامی بیدگلی و شعبان پور فرد (۱۳۹۵) به بررسی رابطه میان حجم معاملات سهام و نوسان پذیری بازده با تمرکز بر اجزای حجم معاملات سهام، تعداد دفعات معاملات و متوسط اندازه معاملات پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها وجود یک رابطه منفی میان حجم معاملات و نوسان پذیری را تأیید کرد؛ همچنین آن‌ها دریافته‌اند رابطه حجم معاملات و نوسان پذیری متأثر از متوسط اندازه معاملات است.

قربانی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و ارزش شرکت با در نظر گرفتن کیفیت افشا به عنوان یک عامل واسطه پرداختند. آن‌ها دریافته‌اند که بهبود قدرت نقدشوندگی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، آن‌ها

همچنین دریافته‌اند که نقدشوندگی به طور مستقیم به واسطه تأثیر آن بر معیار Q توپین و به طور غیرمستقیم از طریق بهبود کیفیت و سطح افشا بر ارزش شرکت تأثیر گذار می‌باشد.

سمیعی تبریزی و مقدم (۱۳۹۸) به بررسی مدل تعدیل شده قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با عامل روزهای بدون معامله تعدیل شده با گردش، لیبو پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که اولاً هم حرکتی موجود بین نقدشوندگی سهم و نقدشوندگی بازار، رابطه معناداری با بازده سهام ندارد، ثانیاً هم حرکتی موجود بین نقدشوندگی سهم و بازده بازار، رابطه مستقیم (مثبت) با بازده سهام دارد، ثالثاً هم حرکتی موجود بین بازده سهم و نقدشوندگی بازار، رابطه معکوس (منفی) با بازده سهام دارد.

دموری و خوشنود (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر حد نوسان و توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معاملاتی، نقدشوندگی و نوسان پذیری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آن‌ها دریافته‌اند که فعالیت معاملاتی پس از توقف نماد کاهش و پس از حد نوسان افزایش می‌یابد. نقدشوندگی بعد از توقف نماد افزایش می‌یابد؛ اما پس از حد نوسان قیمت رو به کاهش می‌گذارد. همچنین دریافته‌اند که نوسان پذیری پس از توقف نماد کاهش می‌یابد و پس از حد نوسان تفاوت معناداری با قبل از آن ندارد.

لیو (۲۰۰۶) یک مدل نقدشوندگی بر مبنای قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای ارائه داد. مدل دو عاملی لیو که شامل عامل بازار و نقدشوندگی می‌شود نشان می‌دهد که مفهوم نقدشوندگی منبع مهمی از ریسک است و این مدل در تبیین بازده بازار عملکرد بهتری از مدل سه عاملی فاما و فرنچ دارد.

باو و همکاران (۲۰۱۲) رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافته‌اند که در وضعیتی که واحد تجاری جریان نقدی (منفی) مثبت دارد، تمایل کمتری به نگهداری (بیشتری) وجه نقد خواهد داشت.

چنگ و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که نقدشوندگی سهام دارای تأثیر مستقیم و معنادار بر ارزش شرکت است که از شاخص Q توپین برای محاسبه آن استفاده شد.

اسانت-دارکو و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار غنا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد اما در صورت استفاده از تامین مالی خارجی رابطه‌ای مثبتی بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت به وجود می‌آید.

هوانگ و مازوز (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر وجه نقد مازاد بر ریسک نقدشوندگی و تداوم معاملات پرداختند، آن‌ها دریافته‌اند وجه نقد مازاد باعث بهبود فعالیت شرکت، ریسک نقدشوندگی و هزینه‌های سرمایه‌ای می‌شود که از سوی کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای و ریسک نقدشوندگی باعث کاهش بازده مورد انتظار سهامداران می‌شود. همچنین آن‌ها دریافته‌اند اگر چه وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت دارای اثر منفی است اما به طور غیر مستقیم با تأثیر بر کاهش ریسک نقدشوندگی و افزایش معاملات به طور قابل توجهی مثبت می‌باشد.

فرضیات تحقیق

مرور ادبیات نظری و پژوهش‌ها نشان می‌دهد که تداوم معاملات بر ارزش شرکت و به صورت غیر مستقیم بر رابطه‌ای وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر دارد (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸). لذا می‌توان فرضیاتی را به شرح زیر جهت آزمون در بازار نوظهور سرمایه ایران مطرح کرد.

فرضیه ۱: تداوم معاملات بر ارزش شرکت اثر دارد.

فرضیه ۲: تداوم معاملات اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت دارد.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف تحقیق، کاربردی است. همچنین از لحاظ جمع‌آوری داده‌های تحقیق توصیفی-رگرسیونی می‌باشد. برای آزمون فرضیات از اطلاعات گردآوری شده مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌ها، استفاده شده است و برای تحصیل بخشی از اطلاعات مورد نیاز در صورت مالی از سایت سازمان بورس و نرم افزار ره‌آورد نوین استفاده گردیده است.

جامعه آماری در این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دلیل انتخاب و بررسی شرکت‌های بورسی، امکان دسترسی آسان‌تر به اطلاعات مالی این شرکت‌ها و داشتن اطلاعات همگن‌تر به خاطر وجود مقررات بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شرکت‌های نمونه بر مبنای شرایط زیر انتخاب شدند:

۱. کلیه شرکت‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

۲. داده‌های مورد نیاز در تحلیل‌ها توسط شرکت‌ها ارائه شده باشد.

۳. دوره مالی شرکت‌ها تغییر نکرده باشد.

۴. پایان سال مالی شرکت‌ها مقارن با پایان سال تقویمی ۲۹ یا ۳۰ اسفند باشد.

۵. در طی دوره مورد مطالعه سهام شرکت به طور مستمر مورد معامله قرار گرفته باشد.

۶. شرکت‌های مورد نظر جزء بانک‌ها شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری مالی نباشند.

اطلاعات مربوط به ۱۵۵ شرکت نمونه در صنایع مختلف بورس و در دوره زمانی ۱۱ ساله تحقیق یعنی دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۷، (در مجموع ۱۷۰۵ شرکت - سال) به عنوان نمونه انتخاب شده است. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار اکسل محاسبه و تلخیص گردیده و با استفاده از نرم‌افزار اس پی اس نسخه ۲۴ و نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است که مدل یک برای آزمون فرضیه اول به صورت زیر می‌باشد (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸):

مدل (۱)

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_2 LIQLM_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر مستقل:

معیار مورد استفاده برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهم معیاری است که در سال (۲۰۰۶) توسط ویمین لیو معرفی گردید و نقدشوندگی سهم را برای دوره مشخصی اندازه‌گیری می‌نماید. این معیار تعداد روزهایی که سهام معامله نگردیده

است را به عنوان یکی از عوامل مهم در ارزیابی نقدشوندگی سهم در نظر گرفته است. همچنین این معیار، میزان گردش سهام شرکت در بازار را نیز به عنوان یکی از عوامل مهم در این معیار دخالت می‌دهد. این معیار توسط لیو به عنوان تعداد روزهای معامله با حجم صفر که با گردش استاندارد تطبیق داده شده معرفی گردید و با استفاده از مدل دوم اندازه گیری می‌شود (لیو، ۲۰۰۶):

مدل (۲)

$$LM12 = - \left[ZEROS + \frac{1/TURNOVER}{DEFLATOR} \right] \times \frac{N}{TRAD}$$

در رابطه‌ای فوق ZEROS نشان دهنده‌ای جمع تعداد روزهای با حجم معاملات سهام صفر طی سال، TURNOVER نشان دهنده‌ای جمع کل حجم معاملات روزانه سهام طی سال مورد بررسی، DEFLATOR مقدار کسر می‌باشد که به تبعیت از مدل لیو (۲۰۰۶) مقدار ۱۱۰۰۰ بدان اختصاص داده می‌شود تا اطمینان حاصل شود که حاصل عبارت $0 < \frac{1/TURNOVER}{DEFLATOR} < 1$ گردد. بعد از اعمال ۱۱۰۰۰ برای داده‌ها جمع‌آوری شده مقدار به دست آمده در ایران نیز بین صفر و یک قرار گرفت به همین دلیل در این تحقیق نیز از عدد ۱۱۰۰۰ استفاده شده است، N تعداد کل روزهای معاملاتی در بازار سرمایه طی سال، TRAD تعداد کل روزهای که سهام شرکت طی سال معامله شده است. هر چه مقدار بدست آمده از رابطه فوق بزرگتر باشد، بیانگر سطح پایین‌تری از نقدشوندگی سهام و میزان معاملات سهام است. بدین ترتیب با استفاده از این معیار در یک دوره زمانی مشخص می‌توان میزان غیر نقدشونده بودن سهم و به تبع آن نقدشوندگی سهم و معاملات سهام را برای سهام مختلف مورد مقایسه قرار داد. در این تحقیق نیز مانند تحقیق هوانگ و مازوز، (۲۰۱۸) به منظور بررسی تداوم معاملات از این مدل استفاده می‌شود زیرا این معیار ابعاد مختلفی مثل سرعت معامله، حجم معامله و تعداد معاملات را در بر می‌گیرد (لیو ۲۰۰۶).

متغیر وابسته

$Q_{i,t}$: نشان دهنده‌ای ارزش شرکت است که در این تحقیق از مدل کیو توبین استفاده شده است.

مدل (۳)

$$Q_{i,t} = \frac{\text{(ارزش بازار سهام در پایان دوره مالی - ارزش دفتری بدهی ها)}}{\text{مجموع کل دارایی ها در پایان دوره مالی}}$$

به منظور آزمون فرضیه دوم مدل زیر ارائه گردیده است (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸):

مدل (۴)

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EXCASH_{i,t-1} + \beta_2 LIQLM_{i,t} + \beta_3 EXCASH_{i,t-1} * LIQUIDITY_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$EXCASH_{i,t-1}$: نشان دهنده‌ای وجه نقد مازاد عملیات عادی و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت می‌باشد، که از خطای در

مدل پنج به دست می‌آید (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸):

مدل (۵)

$$CASH_i = \alpha_0 + \alpha_1 CF_i + \alpha_2 LEVERAGE_i + \alpha_3 MTB_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 NWC_i + \alpha_6 Capex_i + \alpha_7 DIV_i + \alpha_8 INDSIG_i + \varepsilon_i$$

در رابطه ای بالا $CASH_i$ نشان دهنده‌ای وجه نقد می‌باشد که در هر سال برای هر شرکت برآورد شده است، CF_i نشان دهنده‌ای جریان نقد شرکت می‌باشد که از کسر سود تقسیمی از سود خالص به دست می‌آید، NWC_i نشان دهنده‌ای سرمایه در گردش شرکت می‌باشد که از کسر دارایی جاری از بدهی جاری و وجه نقد به دست می‌آید، $Capex_i$ نشان دهنده‌ای مخارج سرمایه‌ای شرکت می‌باشد از قدر مطلق مخارج سرمایه‌ای موجود در صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید، $INDSIG_i$ ریسک جریان‌های نقدی صنعت می‌باشد که از میانگین نسبت انحرافات استاندارد جریان نقدی تقسیم بر کل دارایی‌های برای شرکت‌ها مشابه در صنعت به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی

SIZE: نشان دهنده‌ای اندازه شرکت است که با استفاده از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن صرف‌های ناشی از مقیاس، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و دسترس آسان‌تر به بازار سرمایه امکان تامین مالی آسان‌تر برای آن‌ها امکان پذیر می‌باشد. به همین دلیل احتمال کمتری وجود دارد که درماندگی مالی برای آن‌ها ایجاد شود و این گونه شرکت‌ها وجه نقد کمتری را نسبت به شرکت‌های کوچکتر نگهداری می‌کنند (کیم و همکاران، ۲۰۱۱).

ROA: نشان دهنده‌ای بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود. بازده دارایی‌ها نشان دهنده‌ای توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی می‌باشد و بیشتر بر روی بازدهی بخش عملیات متمرکز است (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

LEVERAGE: اهرم مالی به وسیله تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. با افزایش میزان استقرض شرکت، هزینه منابعی که به صورت نقدی نگهداری می‌شوند افزایش می‌یابد و بنابراین با افزایش بدهی در ساختار سرمایه شرکت، نگهداری موجودی‌های نقدی کاهش می‌یابد. شرکت‌ها می‌توانند از استقرض به عنوان جانشینی برای نگهداری موجودی‌های نقدی استفاده کنند، زیرا اهرم مالی می‌تواند به عنوان شاخص نشان دهنده توانایی شرکت‌ها برای استقرض عمل کند (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

DIV: متغیر ساختگی که در صورت پرداخت سود عدد یک و غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. شرکتی که سود سهام می‌پردازد، می‌تواند منابع را با کمترین هزینه از طریق کاهش پرداخت سود سهام تأمین نماید. در مقابل، شرکتی که سود سهام نمی‌پردازد، مجبور است به بازارهای سرمایه برای تأمین منابع رجوع نماید؛ بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سود سهام می‌پردازند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام نمی‌پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری نمایند (فریرا و ویلا، ۲۰۰۴).

MTB: با استفاده از تقسیم ارزش بازار (ارزش دفتری بدهی + تعداد سهام * ارزش بازار هر سهم) به ارزش دفتری به دست می‌آید (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

IO: نشان دهنده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد که در این پژوهش سهامدارانی که بیش از ۵٪ سهام شرکت را دارا باشند به عنوان سهامدار نهادی در نظر گرفته شده‌اند. ساختار مالکیت نیز می‌تواند بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی تاثیر بگذارد، نظارت کارآمد سهامداران بزرگ می‌تواند اختیارات بیش از اندازه‌ی مدیریت و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی و نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری را به جریانات نقد کاهش دهد. (گنورگ و همکاران، ۲۰۱۱).

NSHARE: نشان دهنده‌ای تعداد سهامداران است که با استفاده از لگاریتم تعداد سهام شرکت به دست می‌آید (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

RET: نشان دهنده‌ای بازده سالانه سهام می‌باشد که در این تحقیق از جمع بازده ۱۲ ماه سهام به دست آمده است (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

LTD: از تقسیم بدهی بلندمدت بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. می‌توان انتظار داشت با افزایش نسبت بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، نسبت موجودی‌های نقدی به جمع دارایی‌ها کاهش یابد (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. آمار توصیفی پژوهش حاضر به شرح جدول ۱ می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تداوم معاملات	۱۳۱/۵۵۱	۷۴/۵۶۲	۳/۰۳۸	۳۲۳/۷۸۳	۱۲۲/۸۵۱	۳/۱۶۸	۱۰/۱۲۴
وجه نقد مازاد (انحراف از وجه نقد بینه)	-۰/۰۰۱	-۰/۰۱۶	-۰/۰۷۷	۰/۲۱۳	۰/۰۵۹	۱/۸۱۹	۳/۶۵۵
ارزش شرکت	۱/۵۲۶	۱/۳۴۵	۰/۷۵۳	۳/۵۷۴	۰/۶۲۳	۱/۴۴۹	۲/۱۷۵
اندازه شرکت	۵/۹۹۳	۵/۹۲۹	۴/۲۹۱	۸/۴۰۴	۰/۶۴۷	۰/۷۸۲	۰/۹۶۸
اهرم مالی	۰/۵۸۵	۰/۶۰۵	۰/۱۲۶	۰/۹۵۸	۰/۱۹۴	-۰/۳۲۵	-۲/۷۱۱
بازده سهام	۰/۴۶۵	۰/۱۳۷	-۰/۵۰۰	۳/۵۸۲	۰/۹۶۹	۲/۰۵۵	۵/۹۵۲
لگاریتم تعداد سهام	۸/۲۶۹	۸/۱۸۱	۶/۶۹۹	۱۰/۸۷۵	۰/۶۴۶	۰/۹۵۰	۲/۱۲۰
سهامداران نهادی	۰/۷۳۲	۰/۸۰۶	۰/۰۲۰	۱/۰۰۰	۰/۲۳۳	-۱/۴۰۱	۱/۸۵۲
گردش معاملات	۰/۲۸۷	۰/۱۰۴	۰/۰۰۱	۱/۸۴۲	۰/۴۱۶	۲/۱۹۲	۴/۷۲۲
بدهی‌های بلند مدت	۰/۰۷۲	۰/۰۴۶	۰/۰۰۱	۰/۳۴۰	۰/۰۷۶	۱/۸۷۰	۳/۳۴۵
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۱۱	۰/۰۹۴	-۰/۱۵۷	۰/۴۲۷	۰/۱۲۲	۰/۵۱۳	۰/۵۱۲

میانگین متغیر نقدشوندگی سهام بر اساس معیار وضعیت معاملات سهام، برابر با ۱۳۱/۵۵۱ می‌باشد. با توجه به اینکه هر چه مقدار بدست آمده کمتر باشد، بیانگر نقدشوندگی سهام (تداوم معاملات) بالاتری است، نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که نقدشوندگی (تداوم معاملات) سهام شرکت‌های نمونه در وضعیت چندان مطلوبی قرار نداشته‌اند. مقادیر ضریب چولگی (۳/۱۶۸) و ضریب کشیدگی (۱۰/۱۲۴) این متغیر، بیانگر نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر است. دیگر نتایج نشان می‌دهد که میانگین متغیر وجوه نقد مازاد برابر با -۰/۰۰۱ می‌باشد. نتایج بدست آمده در خصوص دیگر

متغیر وابسته تحقیق یعنی ارزش بازار شرکت که با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت مورد سنجش قرار گرفته، برابر با ۱/۵۲۶ می‌باشد و این نتیجه نشان می‌دهد که در شرکت‌های نمونه، ارزش بازار نزدیک به ۱/۵ برابر ارزش دفتری آن‌ها بوده است. از دیگر نتایج قابل توجه در جدول فوق مربوط به درصد مالکیت نهادی می‌باشد که برای شرکت اما در سال‌های ۹۴ و ۹۵ می‌باشد که صد درصد مالکیت آن در دست سهامداران نهادی بوده است.

آزمون نرمال بودن داده‌ها

فرض نرمال بودن متغیر وابسته با استفاده از آزمون کولموگورف-اسمیرنف مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان دهنده عدم نرمال نبودن متغیر وابسته می‌باشد. جهت نرمال‌سازی توزیع متغیر از روش لگاریتم‌گیری استفاده شده که نتایج بدست آمده پس از نرمال‌سازی نشان دهنده‌ای این موضوع است که سطح معناداری این متغیر در اکثر سال‌های تحقیق بزرگتر از ۵٪ می‌باشد که بیانگر نرمال بودن توزیع متغیر است. این نتیجه نشان می‌دهد که با لگاریتم‌گیری از متغیر یاد شده، توزیع آن نرمال شده است.

آزمون ثابت بودن واریانس (همسانی واریانس)

جدول (۲): نتایج آزمون همسانی واریانس‌ها در مدل‌های پژوهش

مدل	فرضیه	F آماره	سطح احتمال	نتیجه	روش
مدل اول	فرضیه اول	۹/۳۲۵	۰/۰۰۰	واریانس ناهمسان	GLS
مدل دوم	فرضیه دوم	۹/۵۶۸	۰/۰۰۰	واریانس ناهمسان	GLS

نتایج بدست آمده در خصوص تمام مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که سطح معناداری بدست آمده در خصوص این مدل‌ها کوچکتر از ۵٪ می‌باشد و این نتیجه بیانگر رد فرض H_0 مبنی بر همسانی واریانس‌ها می‌باشد و این بدان معناست که واریانس‌های باقیمانده مدل‌های تحقیق ناهمسان می‌باشند. در این مطالعه برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده و در برآورد توسط نرم‌افزار آماری به مدل ضرایب وزنی متناسب با واریانس داده شده است.

آزمون اثرات ثابت

در مدل‌های تحقیق به منظور انتخاب یکی از روش‌های داده‌های مقطعی یا داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) و وجود اثرات ثابت در مدل، ابتدا از آزمون F لیمر استفاده شده است. چنانچه سطح معناداری بدست آمده از آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد بیانگر وجود اثرات ثابت در مدل (داده‌های ترکیبی) است.

در صورت رد فرض صفر و وجود اثرات ثابت در مدل، باید با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات ثابت مدل مشخص گردد.

آزمون تأثیر تداوم معاملات بر ارزش شرکت - آزمون فرضیه اول پژوهش

جدول (۳): آزمون اثرات ثابت مدل دوم پژوهش

آزمون F لیمر و هاسمن			
نوع آزمون	آماره F	سطح احتمال	نتیجه
F لیمر	۲/۴۵۲	۰/۰۰۰	وجود اثرات ثابت در مدل
هاسمن	۱/۹۲۷	۰/۹۲۳	تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج به دست آمده در جدول فوق بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت است و داده‌های ترکیبی در مدل پژوهش وجود دارد. همچنین نشان‌دهنده‌ای این موضوع است که اثرات ثابت مدل از نوع تصادفی می‌باشد و الگوی اثرات ثابت تصادفی به‌عنوان الگوی ارجح پذیرفته می‌شود.

جدول (۴): نتایج به دست آمده از ضرایب متغیرهای مدل اول پژوهش

خطای استاندارد	سطح معناداری	آماره t	ضرایب	متغیر	
				نماد	عنوان
-	۰/۰۰۰	۳/۷۵۲	۳/۴۰۷	C	عرض از مبدأ
۱/۸۰۴	۰/۰۰۰	۳/۸۹۲	۰/۰۵۰	LIQ-log LM	تداوم معاملات
۱/۴۳۴	۰/۰۰۰	۶/۵۷۳	۰/۱۵۵	Size	اندازه شرکت
۱/۴۵۴	۰/۰۳۹	۲/۴۷۸	۰/۰۵۴	Turnover	گردش معاملات
۱/۰۸۷	۰/۹۱۷	-۰/۱۰۱	-۰/۰۱۷	LTD	بدهی‌های بلند مدت
۱/۳۲۲	۰/۰۲۳	-۲/۲۶۱	-۰/۱۲۱	Div	توزیع سود
۱/۱۱۱	۰/۰۲۵	۲/۲۵۱	۵/۸۸۴	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۴۲۱	ضریب تعیین		۷/۰۴۴	آزمون F	
۲/۲۰۷	آماره دوربین-واتسون		۰/۰۰۰	معنی داری مدل	

مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین برابر با ۰/۴۲۱ است و این بدان معناست که حدود ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان گردیده است.

مقدار آماره t و سطح معناداری که متغیر تداوم معاملات که بیانگر تاثیرگذاری تداوم معاملات بر ارزش شرکت می‌باشد، نشان می‌دهد که این متغیر، در مدل فوق، تاثیری مثبت و معنادار بر ارزش شرکت، شرکت‌های نمونه داشته است. نتیجه بدست آمده بیانگر آن است که با بالا رفتن میزان داد و ستد سهام شرکت و نقدشوندگی سهام شرکت بر ارزش شرکت افزوده می‌شود. مجموع این نتایج نشان می‌دهد که تداوم معاملات، تاثیری معنادار بر ارزش شرکت داشته

است. این نتیجه نشان می‌دهد که فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه؛ تداوم معاملات بر ارزش شرکت اثر دارد در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود.

آزمون تأثیر تعدیل کننده تداوم معاملات بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت - آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول (۵): آزمون اثرات ثابت مدل دوم پژوهش

آزمون F لیمر و هاسمن			
نتیجه	سطح احتمال	آماره F	نوع آزمون
وجود اثرات ثابت در مدل	۰/۰۰۰	۱۱/۲۲۲	F لیمر
غیر تصادفی بودن اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۷۹/۰۰۳	هاسمن

نتایج به دست آمده در جدول فوق بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت است و داده‌های ترکیبی در مدل پژوهش وجود دارد. همچنین نشان‌دهنده‌ای این موضوع است که اثرات ثابت مدل از نوع تصادفی نمی‌باشد و الگوی اثرات ثابت غیر تصادفی به‌عنوان الگوی ارجح پذیرفته می‌شود.

جدول (۶): نتایج به دست آمده از ضرایب متغیرهای مدل دوم پژوهش

خطای استاندارد	سطح معناداری	آماره t	ضرایب	متغیر	
				نماد	عنوان
-	۰/۰۰۰	۳/۵۲۰	۰/۸۹۱	C	عرض از مبدأ
۷/۵۸۱	۰/۰۴۷	-۱/۹۸۳	-۰/۷۸۱	EXCASH	وجه نقد مازاد
۱/۸۳۷	۰/۰۰۰	۷/۲۰۴	۰/۱۰۵	LIQ-log LM	تداوم معاملات
۷/۵۷۴	۰/۰۴۶	۱/۹۹۷	۰/۳۹۷	EXC*LIQ-log LM	وجه نقد مازاد*تداوم معاملات
۱/۴۴۹	۰/۰۰۳	۳/۰۰۴	۰/۱۱۷	Size	اندازه شرکت
۱/۴۸۵	۰/۰۰۰	۱۰/۱۳۹	۰/۲۰۶	Turnover	گردش معاملات
۱/۰۹۵	۰/۰۰۰	۴/۳۰۱	۰/۴۸۳	LTD	بدهی‌های بلند مدت
۱/۴۴۲	۰/۰۰۰	-۷/۵۵۸	-۰/۱۵۹	Div	توزیع سود
۱/۴۸۱	۰/۰۰۰	۱۲/۹۴۲	۱/۳۷۶	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۶۶۵	ضریب تعیین		۱۷/۰۵۰	آزمون F	
۱/۷۳۶	آماره دوربین-واتسون		۰/۰۰۰	معنی داری مدل	

مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین برابر با ۰/۶۶۵ است و این بدان معناست که حدود ۶۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان گردیده است.

مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر تعاملی تداوم معاملات که بیانگر تاثیر گذاری تداوم معاملات بر رابطه بین وجوه نقد مازاد و ارزش شرکت می‌باشد، نشان می‌دهد که این متغیر، در مدل فوق، تاثیری مثبت و معنادار بر رابطه وجه نقد مازاد و ارزش شرکت، شرکت‌های نمونه داشته است. نتیجه بدست آمده بیانگر آن است که وجود نقد مازاد تاثیری منفی و معنادار بر ارزش شرکت داشته و با افزایش میزان نگهداشت وجوه نقد، از میزان ارزش شرکت به شکل معناداری کاسته شده است. نتایج بدست آمده در خصوص تاثیر گذاری تداوم معاملات سهام بر ارزش بازار شرکت نشان دهنده تاثیر گذاری معنادار این متغیر بر ارزش بازار، شرکت‌های نمونه می‌باشد. مجموع این نتایج نشان می‌دهد که وجوه نقد مازاد به تنهایی و با لحاظ نمودن اثرات مربوط به تداوم معاملات سهام، تاثیری معنادار بر ارزش شرکت داشته است. این نتیجه نشان می‌دهد که فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه؛ وجوه نقد مازاد با وجود متغیر تعاملی تداوم معاملات بر ارزش شرکت تاثیر دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌گردد.

نتیجه گیری

در این مطالعه ابتدا به بررسی تاثیر تداوم معاملات بر ارزش شرکت ها و سپس بر خلاف مطالعات پیشین که به بررسی تاثیر وجه نقد بر ارزش شرکت توجه کرده‌اند (برون و بتراسون، ۲۰۱۱؛ اسانت-دارکو و همکاران ۲۰۱۸؛ سلیمی و خاکزاد کهق ۱۳۹۸) به بررسی رابطه غیر مستقیم وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت از طریق نقدشوندگی سهام پرداخته شده است (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸). نتایج فرضیه اول تحقیق که به بررسی رابطه‌ای تداوم معاملات با ارزش شرکت پرداخته است تایید کننده‌ای فرضیه هزینه فرصت سرمایه گذاری است که بیان می‌کند تداوم معاملات باعث جذب سرمایه گذاران ناآگاه می‌شود که به نوبه خود باعث کاهش ریسک نقدشوندگی، هزینه معاملات و افزایش ارزش شرکت و کاهش آسیب پذیری قیمت سهام در مقابل شک‌های نقدشوندگی بازار می‌شود. این موضوع همچنین تایید کننده دیدگاهی است که تداوم معاملات باعث کاهش بازده مورد انتظار سهامداران و ریسک نقدشوندگی و سهام و افزایش ارزش شرکت می‌شود (کوپلان و همکاران، ۲۰۱۲؛ چارونگونگ و همکاران، ۲۰۱۴؛ هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

در فرضیه دوم تحقیق که به بررسی اثر تعدیل کنندگی تداوم معاملات بر رابطه ای بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت پرداخته شده است نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که هر چند وجه نقد مازاد به صورت مستقیم بر ارزش شرکت دارای رابطه ای منفی و معنی داری می‌باشد (اسانت-دارکو و همکاران ۲۰۱۸؛ اسدی و باغدار ۱۳۹۴) اما با وجود متغیر تعاملی تداوم معاملات این رابطه به صورت مثبت و معنی دار می‌باشد. این موضوع تایید کننده‌ای فرضیه فرصت های سرمایه گذاری می‌باشد. نتایج به دست آمده از این فرضیه با پژوهش هوانگ و مازوز (۲۰۱۸) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱. با توجه به آن که افزایش تداوم معاملات، باعث کاهش بازده مورد انتظار سرمایه گذاران و هزینه‌های سرمایه‌ای و افزایش ارزش شرکت می‌شود، شرکت‌ها به دنبال شناسایی عوامل اثرگذار بر ارزش شرکت خود می‌باشند. بر طبق نتایج این پژوهش، تداوم معاملات سهام دارای رابطه معناداری و مثبتی با ارزش شرکت می‌باشد؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود برای افزایش ارزش شرکت، در کنار عوامل مختلف مؤثر انتظارات سهامداران، تداوم معاملات سهام شرکت نیز مورد توجه قرار گیرد.

۲. با توجه به نتایج به دست آمده در مورد تأثیر تعدیل کنندگی تداوم معاملات بر رابطه ای وجه نقد مازاد و ارزش شرکت به سهامداران پیشنهاد می گردد که در تجزیه و تحلیل های خود به این مقوله توجه ویژه ای داشته باشند و سهام شرکت های با وجه نقد مازاد و معاملات بیشتر را مورد توجه قرار دهند.
۳. همچنین به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود تا به عامل نقد شوندگی توجه خاص داشته باشند. چون نقش تعدیل گری قابل ملاحظه ای در جهت ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت دارد.

یادداشت ها:

- | | |
|---|--|
| 1. Amihud | 2. Liu |
| 3. Huang and Mazouz | 4. Chai Lin et al |
| 5. Bates et al | 6. Simutin |
| 7. Harford et al | 8. Gopalan et al |
| 9. Lin et al | 10. Dittmar |
| 11. Ozkan and Ozkan | 12. Jensen |
| 13. Bao et al | 14. Cheung et al |
| 15. Asante-Darko et al | 16. Kim et al |
| 17. Ferreira and Vilela | 18. George et al |
| 19. Brown and Petersen | 20. Charoenwong et al |
| 21. Faulkender and Wang | 22. Management Entrenchment Hypothesis |
| 23. Investment Opportunities hypothesis | |

منابع

۱. احمدپور، احمد؛ آقاجانی، حسنعلی؛ فدوی، مصطفی، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین حجم معاملات و تغییر قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، *فصلنامه راهبردهی مدیریت مالی*، شماره ۱، صص ۱-۲۴.
۲. اسدی، غلامحسین و باغدار، بهاره، (۱۳۹۴)، تأثیر سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابرسی*، شماره ۶۱، صص ۲۷-۴۹.
۳. اسلامی بیگدلی، سعید؛ شعبان پورفرد، پژمان (۱۳۹۵)، رابطه حجم معاملات و اجزای آن بازده؛ مطالعه موردی در بورس اوراق بهادار تهران با تمرکز بر معاملات حین روز و حذف اثر U شکل، *فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی*، شماره ۱۴، صص ۴۵-۶۳.
۴. دموری، داریوش؛ خوشنود، هادی، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر حد نوسان و توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معاملاتی، نقدشوندگی و نوسانپذیری در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*. دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۳-۲۳۶.
۵. سرکانیان، جواد و راعی، رضا و فلاح پور، سعید، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران. *چشم انداز مدیریت مالی*. شماره ۱۱، صص ۹-۲۶.
۶. خوشنود، مهدی؛ فرخنده، مهسا، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، *چشم انداز مدیریت مالی*، شماره ۱۱، صص ۱۰۷-۱۲۴.

۷. سمیعی تبریزی، پدرام؛ نجفی مقدم، علی، (۱۳۹۸). بررسی مدل تعدیل شده قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با عامل روزهای بدون معامله تعدیل شده با گردش، لیو در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۸، صص ۱۴۵-۱۶۲
۸. قربانی، سعید؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ خضری، توفیق؛ احمدیان، وحید، (۱۳۹۶). بررسی رابطه نقدشوندگی، کیفیت افشا و ارزش شرکت بر اساس سیستم معادلات همزمان، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۱۰۷-۱۲۸.
۹. قائمی، امید، (۱۳۷۹). بررسی رابطه قیمت سهام و حجم مبادلات. مجله بورس اوراق بهادار، صص ۴۲-۴۵.
10. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
11. Asem, E; Alam, S. (2014). Cash hoards and changes in investors' outlook. *Journal of Financial Research*, 37(1), 119-137.
12. Asante-Darko, D; Adu Bonsu, B; Famiyeh, S; Kwarteng, A; Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
13. Bao, D; Chan, K. C; Zhang, W. (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 690-700.
14. Bates, T.W; Kahle, K.M; Stulz, R.M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
15. Brown, J.R; Petersen, B.C. (2011). Cash holdings and R&D smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 694-709.
16. Chai Lin, j; Singh, A; Yu, W. (2009). Stock splits, trading continuity, and the cost of equity capital. *Journal of Financial Economics*, 93, 474-489.
17. Charoenwong, C; Chong, B.S; Yang, Y.C. (2014). Asset liquidity and stock liquidity: International Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 3(41), 435-468.
18. Cheung, W. M; Chung, R; Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231.
19. Dittmar, A; Mahrt-Smith, J; Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.
20. Faulkender, M. Wang, R., 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
21. Ferreira, M. A; Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
22. Gopalan, R; Kadan, O; Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364.
23. George, R; Kabir, R; Qian, J. (2011). Investment-cash flow sensitivity and financing constraints: new evidence from Indian business group firms. *Journal of multinational financial management*, 21(2), 69-88.
24. Harford, J; Mansi, S.A; Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
25. Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
26. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
27. Johnson, S; Boone, P; Breach, A; Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 141-186.

28. Khoshnud, M, Farkhondeh, M. (2015). Investigating Relation of Stock Liquidity and Free Cash Flow in the List of Company's Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 11(5), 107-124.
29. Kim, J; Kim, H; Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574.
30. Lin, J.C; Singh, A.K; Yu, W. (2009). Stock splits, trading continuity, and the cost of equity capital. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 474-489.
31. Liu, W. (2006). A liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 631-671.
32. ozkan, A; Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
33. Simutin, M. (2010). Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197-1222.

Excess Cash, Trading Continuity And Firms Value: Evidence from Tehran Stock Market

Hossien Fakhari ^{*1}

Mohammad Irani ²

Fatemeh Babajizadeh Mirkolae ³

Date of Receipt: 2021/04/09 Date of Issue: 2021/04/20

Abstract

The purpose of this study is to investigate the impact of trading continuity on firm value. This study also examines the moderating effect of trading continuity on the relationship between Excess cash and firm value. Therefore, the information of 155 companies during the periods of 2008 to 2018 in Tehran Stock Exchange has been tested and analyzed by combined data analysis method. One of the features of this research is that for the first time, Liu model has been used to measure the continuity of transactions, which considers different dimensions of liquidity such as transaction speed, transaction volume and stock turnover. The results show that there is a positive and significant relationship between the trading continuity in the company and the firm value. Other research results show that despite the interactive variable, trading continuity has a positive and significant relationship between Excess cash and firm value. These findings indicate the role of the capital market in reducing the cost of representation at the level of Iranian companies.

Keywords

Excess cash, trading continuity, firm value

1. Associate Prof of Accounting, university of mazandaran, Faculty of Economics and Administration, Babolsar, Iran, (Corresponding Author), 09111271577 (H733hf@yahoo.com)
2. MSc. of Accounting, university of mazandaran, Faculty of Economics and Administration, Babolsar, Iran. (MohammadIrani208@yahoo.com)
3. MSc. of Accounting, Rahedanesh Institute of Higher Education, Babol, Iran. (Fateme.babajani1374@gmail.com)