

## **The Impact of Investment Decisions and Tax Management on Stock Liquidity**

**Amir Shams**

Department of Accounting, Torbat-e-Jam Branch, Islamic Azad University,  
Torbat-e-Jam, Iran

[Shams1122@gmail.com](mailto:Shams1122@gmail.com)

### **Abstract:**

The purpose of this research is to investigate the impact of investment decisions and tax management on the liquidity of stocks and also to investigate the moderating role of the company's liquidity (current ratio) on the impact of investment decisions and tax management on the liquidity of stocks. In this regard, 140 companies (1400 observations per year) admitted to the Tehran Stock Exchange during the period from 2010 to 2019 have been studied. In order to test the research hypotheses, the multiple linear regression model was used using panel data with random effects pattern. The results obtained from this research show that at the same time, investment decisions based on the growth of current and fixed assets and tax management on stock liquidity have a significant positive impact. Also, the results showed that investment decisions based on the growth of current and fixed assets and tax management separately have a significant positive effect on stock liquidity. In addition, the results indicate that the liquidity of the company has a positive and significant effect on the liquidity of the company's shares in terms of the impact of investment decisions based on the growth of current assets and tax management (simultaneously and separately). However, in this research, there was no evidence of a significant effect of the company's liquidity on the simultaneous effect of investment decisions based on the growth of fixed assets and tax management on the liquidity of stocks, and also based on the evidence presented in this research, it was claimed that the company's liquidity cannot affect the impact of investment decisions based on growth. Adjust the fixed assets on the liquidity of the shares.

**Keywords:** Investment Decision, Tax Management, Stock Liquidity , Liquidity

تاریخ دریافت مقاله:

۱۴۰۱/۰۲/۱۴

تاریخ پذیرش مقاله:

۱۴۰۱/۰۵/۱۱

## تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام

امیر شمس

گروه حسابداری، واحد تربت جام، دانشگاه آزاد اسلامی، تربت جام، ایران.

### چکیده:

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام و همچنین بررسی نقش تعدیل‌کنندگی نقدینگی شرکت (نسبت جاری) در میزان تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام است. در این راستا، ۱۴۰ شرکت (۱۴۰۰ مشاهده سال-شرکت) پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های تابلویی (پانلی) دارای الگوی اثرات تصادفی استفاده شده است. نتایج بدست آمده از این پژوهش نشان می‌دهد که به طور همزمان، تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و ثابت و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام، تأثیر مثبت معناداری دارند. همچنین نتایج نشان داد که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و ثابت و مدیریت مالیات به طور مجزا بر نقدشوندگی سهام نیز تأثیر مثبت معناداری دارند. علاوه بر این نتایج حاکی از این است که نقدینگی شرکت در میزان تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و مدیریت مالیات (به طور همزمان و مجزا) بر نقدشوندگی سهام شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. اما در این پژوهش شواهدی از تأثیر معنادار نقدینگی شرکت بر تأثیر همزمان تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام یافت نشد و همچنین بر مبنای شواهد ارائه شده در این پژوهش ادعا شد که نقدینگی شرکت نمی‌تواند تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت بر نقدشوندگی سهام را تعدیل نماید.

واژه‌های کلیدی: تصمیمات سرمایه‌گذاری، مدیریت مالیات، نقدشوندگی سهام، نقدینگی.

## ۱. مقدمه

پدیده‌ای که در طول سال‌های اخیر در بازار سهام ایران اتفاق افتاده است، این است که واحدهای تجاری سیگنال یا احساسات مثبتی در مورد توانایی واحد تجاری خود در زمینه کسب سود ارائه می‌کنند. اما نکته قابل توجه این است که هزینه سرمایه پیش‌بینی شده برای این شرکت‌ها افزایش یافته است و در عین حال قیمت سهام آن‌ها نزول پیدا کرده و میزان سرمایه‌گذاری سهامداران در این شرکت‌ها به مراتب کاهش یافته است. حتی سهام برخی از شرکت‌ها به دلیل دستکاری زیاد در معاملات سهام توسط مقامات بورس تهران تعلیق شد. اتفاق دیگری که اخیراً در بازار سهام ایران اتفاق افتاده است، سیگنال یا احساسات منفی واحد تجاری نسبت به اطلاعات مرتبط با عملکرد تجاری است که این اطلاعات دارای ابهام قابل توجهی می‌باشند. در چنین شرایطی سود واحد تجاری کاهش می‌یابد و این امر موجب متضرر شدن شرکت می‌شود؛ با این حال قیمت سهام شرکت در عین زیان‌ده بودن، افزایش یافته است و تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران، سهام شرکت را خریداری کرده‌اند (فرانديا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). البته این دو پدیده در مطالعات پیشین مورد بررسی قرار گرفته‌اند و نتایج بدست آمده از این مطالعات متناقض می‌باشد. به طور مثال؛ چان و سلی<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) در پژوهش خود استدلال کرد که ارزش سهام شرکت نسبت به اخبار خوب، واکنش مثبت و نسبت به اخبار بد، واکنش منفی نشان می‌دهد.

به طور کلی، شرکت‌های موفق به واسطه سرمایه‌گذاری‌های خود در فعالیت‌های پربازده، دارای عملیات تجاری سودآور می‌باشند (هریسون<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳) و سرمایه‌گذاری شرکت در بدهی و حقوق صاحبان سهام سایر شرکت‌ها به منظور کسب وجوه نقد مازاد، افزایش می‌نمایند (آلبرچد<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). چان<sup>۵</sup> و همکاران (۱۹۹۵) در پژوهش خود دریافت که بازار سهام از شرکت‌هایی

---

<sup>۱</sup> . Franedya

<sup>۲</sup> . Chan -Wesley

<sup>۳</sup> . Harrison

<sup>۴</sup> . Albrecht

<sup>۵</sup> . Chan

که در فعالیت‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌کند، تقدیر می‌نماید. در اغلب پژوهش‌هایی که در رابطه با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت انجام شده است، بر بازده دارایی‌ها تمرکز شده است (اتباری<sup>۶</sup>، ۲۰۱۸).

پرداخت سود سهام منجر به رشد و توسعه هر چه بیشتر شرکت می‌شود و از سوی دیگر سود تقسیم شده و پرداخت نشده منجر به افزایش سطح نقدینگی شرکت می‌شود و توانایی تامین مالی شرکت تقویت می‌شود که همه این عوامل در نهایت موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد. بر این اساس، در مطالعات قبلی که در مورد نقدینگی شرکت انجام شده است به این نتیجه رسیدند که بالا نگر داشتن سطح نقدینگی مانعی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است (اگاوا<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵). بنابراین می‌توان گفت که نقدینگی شرکت (نسبت جاری) موجب تقویت یا تضعیف تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ شده توسط مدیریت و مالیات پرداخت شده توسط شرکت می‌شود که این عوامل منجر به ارائه اخبار خوب در مورد سهام شرکت به بازار سهام خواهد شد.

سهام شرکت‌ها ابزاری برای اثبات مالکیت شرکت است که این سهام‌ها در قالب گواهینامه به سهامداران ارائه می‌شوند و سهامداران بایستی وجه سهام را به حساب شرکت واریز نمایند. نقدینگی سهام اصطلاحی است که برای آن دسته از سهام‌هایی بکار می‌رود که به راحتی قابل معامله هستند و آن سهام به راحتی می‌تواند به وجه نقد یا معادل وجه نقد یا سایر دارایی‌ها تبدیل شود. سهام‌هایی با نقدشوندگی بالا، مورد توجه سهامداران بازار سهام قرار می‌گیرند و طرفداران زیادی دارند و میزان فراوانی میزان معاملات و حجم معاملات اینگونه سهام‌ها بسیار بالا است. اغلب مطالعات مربوط به نقدینگی سهام شرکت مربوط به تعداد معاملات و حجم سهام معامله شده می‌باشد (الچیفی<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

---

6 . Etebari

7 . Ogawa

8 . Al-Jaifi

مالیات نوعی هزینه است که به صورت اجباری به شرکت تحمیل می‌شود و به طور منظم بر طبق قوانین و مقررات خاصی توسط قانون‌گذاران در طول یک دوره مشخص وصول می‌شود. در واقع مالیات ابزاری است که به واسطه آن مقامات مالیاتی بر عملیات شرکت نظارت می‌نمایند و بر طبق قانون، شرکت در مقابل آنان پاسخگو است (پاندیانگان و موروانینگساری<sup>۹</sup>، ۲۰۲۰). بنابراین مالیات نوعی کمک اجباری به دولت است که بایستی کلیه اشخاص یا سازمان‌هایی که به موجب قانون مجبور به پرداخت مالیات شده‌اند، آن را در موعد مشخصی بپردازند که این مالیات به طور غیرمستقیم در جهت افزایش سطح رفاه عمومی توسط دولت خرج می‌شود. در بعضی مواقع، برخی از مودیان مالیاتی از پرداخت مالیات معاف می‌شوند. البته توانایی شرکت در جلب اعتماد دولت موجب کاهش تضاد منافع با دولت خواهد شد و این امر باعث می‌شود که به طور غیرمستقیم، سرمایه‌گذاران بالفعل و سرمایه‌گذاران بالقوه چشم‌انداز خوبی در مورد آینده شرکت داشته باشند (پاندیانگان و موروانینگساری، ۲۰۲۰).

همانگونه که گفته شد، دارایی‌هایی که به راحتی تبدیل به وجه نقد یا معادل وجه نقد می‌شوند، مورد توجه سهامداران و مدیران شرکت قرار می‌گیرند؛ زیرا شرکت از این دارایی‌ها برای انجام عملیات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند و هر چه میزان این نوع دارایی‌ها بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز بهتر است. البته شرکت‌ها وجوه نقد خود را از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام بدست می‌آورند. بنابراین بدهی‌ها برای رشد شرکت به خصوص در بازارهایی با رقابت بالا مهم می‌باشند. مهم‌ترین معیار رشد شرکت، میزان فروش شرکت در طول یک دوره نسبت به دوره قبل است (آموروسو<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). همچنین توانایی شرکت در کسب سود، ارزش‌افزوده و گسترش حجم معاملات تجاری شرکت معیارهای دیگری برای رشد شرکت تلقی می‌شوند

---

<sup>9</sup> Pandiangan & Murwaningsari

10. Amoroso

(آموروسو و همکاران، ۲۰۱۸). جنسن<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۶) در پژوهش خود استدلال کرد که مدیران، آن قسمت از سود خالص تبدیل شده به وجه نقد یا معادل وجه نقد (سود پرداخت نشده) را در فعالیت‌های پربازده سرمایه‌گذاری می‌کنند.

شرکت‌هایی که قادر به جایگزینی یا اضافه کردن دارایی‌ها و استفاده از آن‌ها در فعالیت‌های اثربخش و کارا می‌باشند، مورد توجه سهامداران قرار می‌گیرند و سهامداران تمایل بیشتری به خرید سهام اینگونه شرکت‌ها دارند. بنابراین علاقه زیاد سهامداران به اینگونه شرکت‌ها، موجب افزایش فراوانی (تعداد) و حجم معاملات سهام آن شرکت در بازار سهام خواهد شد. مک‌کانل و ماسکارلا<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۵)، چان و همکاران (۱۹۹۰) و چان و همکاران (۱۹۹۵) در پژوهش خود استدلال کردند که شرکت‌هایی در بازار سهام موفق‌تر هستند که در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر در بازارهای جهانی، میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت‌ها بسیار بالا می‌باشد و این موضوع باعث می‌شود تا سهامداران به اطلاعات کافی در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت دسترسی نداشته باشند. حتی در کشورهای در حال توسعه مانند ایران نیز بسیاری از شرکت‌های فعال در بازار بورس در طول دوره‌های مختلف با کاهش قابل توجه در دارایی‌های خود مواجه می‌شوند (معمولا اطلاعات مربوط به افزایش یا کاهش دارایی‌های ثابت منتشر می‌شود)؛ در چنین شرایطی سهامداران تلاش می‌کنند تا سهام اینگونه شرکت‌ها را به فروش برسانند تا متضرر نشوند. آندرسون و گارسیا<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۶)، کوپر<sup>۱۴</sup> و همکاران (۲۰۰۸)، گوننس اورسو<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۸) نیز در پژوهش خود استدلال کردند که رشد دارایی‌های شرکت موجب افزایش تعداد معاملات و حجم معاملات سهام شرکت می‌شود. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که تصمیمات سرمایه‌گذاری (از لحاظ رشد دارایی‌های جاری) تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها داشته

11 . Jensen

12 . McConnell & Muscarella

13 . Anderson and Garcia

14 . Cooper

15 . Gonenc and Ursu

باشد و از سوی دیگر، تصمیمات سرمایه‌گذاری (از لحاظ رشد دارایی‌های ثابت) بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تاثیر منفی داشته باشد. (پاندیانگان و موروانینگساری، ۲۰۲۰).

از سوی دیگر، اسچورت و اسگوین<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۳)، کوپیس<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۶) و هووزدیک و روستانف<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۶) در پژوهش خود استدلال کردند که اطلاعیه‌های مالیاتی شرکت، تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام شرکت دارد. از سوی دیگر، استیگلیتز (۱۹۸۹) و سامرز و سامرز (۱۹۸۹) استدلال کردند که بین میزان مالیات پرداخت شده شرکت و نقدشوندگی سهام آن شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین بر طبق مطالب بیان شده در این پژوهش انتظار می‌رود که مدیریت مالیات موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت شود.

خرید دارایی‌های جدید، بکارگیری اثربخش دارایی‌ها در فعالیت‌های شرکت و افزایش سرمایه‌گذاری‌ها استراتژی‌هایی هستند که اغلب شرکت‌ها برای جذب سهامداران بیشتر استفاده می‌کنند و شرکت برای تامین وجوه نقد مورد نیاز برای اینگونه فعالیت‌ها، بایستی اقدام به تامین مالی نماید (وارنت و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۴). بنابراین شرکت‌هایی که از ثبات نقدینگی خوبی برخوردار هستند، سهام آن‌ها بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و تعداد و حجم سهام معامله شده این شرکت‌ها بالا است. بنابراین زمانی که شرکت درصد قابل توجهی از سود خود را بین سهامداران توزیع نمی‌کند، دوباره آن را در فعالیت‌های پربازده سرمایه‌گذاری می‌کند (یتو<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۸). این در حالی است که مودیگلیان و میلر<sup>۲۱</sup> (۱۹۵۸)، جئون و نیچیهارا<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود استدلال کردند که اغلب شرکت‌ها وجوه نقد مورد نیاز برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را از طریق بدهی‌ها

---

16 . Schwert and Seguin

17 . Kupiec

18 . Hvozdyk and Rustanov

19 Warren et.al

20 . Yeo

21 . Modigliani and Miller

22 . Jeon and Nichihara

تامین مالی می‌نمایند. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که نقدینگی شرکت (نسبت جاری)، میزان تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام را تعدیل نماید. آپاک<sup>۲۳</sup> و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود استدلال کرد که نقدینگی شرکت یکی از معیارهای سنجش اعتبار شرکت‌ها است. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که نقدینگی شرکت (نسبت جاری)، تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را دستخوش تغییر نماید. با توجه به مطالب فوق مسئله اصلی پژوهش حاضر این سؤال اصلی است که، آیا تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر طور همزمان و مجزا بر نقدینگی سهام تاثیر معناداری دارند؟ همچنین، پژوهش حاضر به دنبال بررسی این مسئله است که آیا نسبت نقدشوندگی شرکت می‌تواند میزان تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را دستخوش تغییر نماید؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### تصمیمات سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام

شرکت‌هایی که قادر به جایگزینی یا اضافه کردن دارایی‌ها و استفاده از آن‌ها در فعالیتهای اثربخش و کارا می‌باشند، مورد توجه سهامداران قرار می‌گیرند و سهامداران تمایل بیشتری به خرید سهام اینگونه شرکت‌ها دارند. بنابراین علاقه زیاد سهامداران به اینگونه شرکت‌ها، موجب افزایش فراوانی (تعداد) و حجم معاملات سهام آن شرکت در بازار سهام خواهد شد. مک‌کانل و ماسکارلا<sup>۲۴</sup> (۱۹۸۵)، چان و همکاران (۱۹۹۰) و چان و همکاران (۱۹۹۵) در پژوهش خود استدلال کردند که شرکت‌هایی در بازار سهام موفق‌تر هستند که در فعالیتهای سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند. از سوی دیگر در بازارهای جهانی، میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت‌ها بسیار بالا می‌باشد و این موضوع باعث می‌شود تا سهامداران به اطلاعات کافی در مورد تصمیمات

<sup>23</sup> . Apak

<sup>24</sup> . Mcconnell & Muscarella



سرمایه‌گذاری شرکت دسترسی نداشته باشند. حتی در کشورهای در حال توسعه مانند ایران نیز بسیاری از شرکت‌های فعال در بازار بورس در طول دوره‌های مختلف با کاهش قابل توجه در دارایی‌های خود مواجه می‌شوند (معمولاً اطلاعات مربوط به افزایش یا کاهش دارایی‌های ثابت منتشر می‌شود)؛ در چنین شرایطی سهامداران تلاش می‌کنند تا سهام اینگونه شرکت‌ها را به فروش برسانند تا متضرر نشوند. آندرسون و گارسیا<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۶)، کوپر<sup>۲۶</sup> و همکاران (۲۰۰۸)، گونس اورسو<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۸) نیز در پژوهش خود استدلال کردند که رشد دارایی‌های شرکت موجب افزایش تعداد معاملات و حجم معاملات سهام شرکت می‌شود. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که تصمیمات سرمایه‌گذاری (از لحاظ رشد دارایی‌های جاری) تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها داشته باشد و از سوی دیگر، تصمیمات سرمایه‌گذاری (از لحاظ رشد دارایی‌های ثابت) بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تاثیر منفی داشته باشد (پاندیانگان و موروانینگساری، ۲۰۲۰).

### مدیریت مالیات و نقدشوندگی سهام

در طول سال‌های گذشته، مدیریت مالیات مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است که موجب شده است تا روش‌های اندازه‌گیری جدیدی برای مدیریت مالیات معرفی شود و اطلاعاتی در رابطه با واکنش سرمایه‌گذاران و چشم‌انداز آنان نسبت به ارزش بازار سهام شرکت ارائه شود. از سوی دیگر، نقدشوندگی این امکان را فراهم می‌کند که دارندگان برخی دارایی‌ها نظیر سهام، بدون نگرانی از وجود خریدار برای دارایی خود، آن را بخرند، نگهدارند و در زمان مناسب بفروشند. پول نقد، نقد شونده ترین دارایی است، درحالی‌که برخی دارایی‌های دیگر نظیر املاک

---

<sup>25</sup> . Anderson and Garcia

<sup>26</sup> . Cooper

<sup>27</sup> . Gonenc and Ursu

مسکونی، خودرو، دارایی‌های نامشهود و سهام، نقدشوندگی نسبتاً کمتری دارند. سهامداران بیشتر مایل به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هستند که سهام آنها از نقدشوندگی بیشتری برخوردار هستند. نقدشوندگی سهام عاملی جهت افزایش کنترل سهامداران بر مدیریت خواهد شد. افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها باعث ترغیب سهامداران به خرید سهام شرکت خواهد شد، در نتیجه شرکت‌ها راحت می‌توانند اقدام به تامین سرمایه نمایند. با افزایش تعداد سهامداران نظارت آنها نیز بر شرکت بیشتر خواهد شد. این مزایا سبب اهمیت توجه به مقوله نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران شده است (نوروزی نصر و همکاران، ۱۳۹۸).

متأسفانه بسیاری از شرکت‌های فعال در بورس ایران اقدام به مدیریت مالیات می‌نمایند تا میزان مالیات پرداخت شده خود را به حداقل برسانند و از این طریق میزان وجوه نقد موجود در شرکت به واسطه پرداخت کمتر مالیات افزایش یابد که این موضوع می‌تواند اخبار خوبی از اوضاع شرکت به بازار سهام مخابره کند. از سوی دیگر، اسچورت و اسگوین<sup>۲۸</sup> (۱۹۹۳)، کوپیس<sup>۲۹</sup> (۱۹۹۶) و هووزدیک و روستانف<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۶) در پژوهش خود استدلال کردند که اطلاعیه‌های مالیاتی شرکت، تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام شرکت دارد. از سوی دیگر، استیگلیتز (۱۹۸۹) و سامرز و سامرز (۱۹۸۹) استدلال کردند که بین میزان مالیات پرداخت شده شرکت و نقدشوندگی سهام آن شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین انتظار می‌رود که مدیریت مالیات موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت شود. (هووزدیک و روستانف، ۲۰۱۶)

---

<sup>28</sup> . Schwert and Seguin

<sup>29</sup> . Kupiec

<sup>30</sup> . Hvozdyk and Rustanov

### پیشینه پژوهش

تیواری<sup>۳۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲) در تحقیقی به بررسی شیوع کوید ۱۹ و نقدینگی بازار سهام پرداختند. این تحقیق اثرات نامطلوب ویروس را بر جنبه های مختلف بازارهای جهانی بررسی می کند. این مقاله علیت و حرکات مشترک بین کوید ۱۹ و نقدینگی کل بازار سهام چین، استرالیا و کشورهای کانادا، فرانسه، ایتالیا، ژاپن، آلمان، بریتانیا و ایالات متحده را با استفاده از سه شاخص نقدینگی روزانه بررسی کرده است. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که یک رابطه علی بین تعداد موارد آلودگی کووید ۱۹ و نقدینگی بازار سهام وجود دارد.

اسلام<sup>۳۲</sup> و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری و عملکرد شرکت با بررسی نقش تعدیلی جریان نقدی پرداختند. جامعه آماری ۶۸ شرکت در سالهای ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۷ بوده است. روش آزمون فرضیه ها رگرسیون خطی چندگانه بوده است. نتایج پژوهش نشان داد که تصمیمات سرمایه گذاری اثر معناداری بر عملکرد شرکت دارد. یافته های پژوهش نشان داد که جریان نقدی رابطه بین تصمیمات سرمایه گذاری و عملکرد شرکت را تعدیل می کند.

پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) در پژوهش خود به بررسی تاثیر تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام پرداختند. در این راستا، ۱۲۷ شرکت (۶۳۵ مشاهده سال-شرکت) تولیدی پذیرفته شده در بورس اندونزی در طی سالهای ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ به عنوان جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان می دهد که تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت مالیات به طور همزمان بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارند. همچنین نتایج حاکی از

---

<sup>31</sup>. Tiwari

<sup>32</sup>. Islam

این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری به تنهایی تاثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد؛ اما در این پژوهش شواهدی حاکی از تاثیر معنادار مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام یافت نشد. در نهایت نتایج پژوهش نشان داد که نقدینگی شرکت بر میزان تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارد؛ اما نقدشوندگی سهام بر میزان تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری ندارد.

رامالین<sup>۳۳</sup> و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی نقش مالکیت نهادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در سال‌های ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۶ پرداختند. جامعه آماری آن‌ها شامل ۱۲۶۵ مشاهده سال شرکت بوده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتر است، سرمایه‌گذاری در سهام بیشتر از سرمایه‌گذاری در تجهیزات است.

بهاروند و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد با نقدشوندگی و استمرار معاملات سهام پرداختند. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که با استفاده از روش حذف سامان‌مند، ۱۴۷ شرکت برای آزمون انتخاب شد. برای آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون چندگانه و داده‌های ترکیبی استفاده شد. یافته‌های پژوهش، تاثیر منفی وجه نقد مازاد بر نقدشوندگی سهام و استمرار معاملات سهام را تأیید کرد. سایر یافته‌های پژوهش نشان داد که محدودیت مالی، رابطه بین وجه نقد مازاد با نقدشوندگی سهام و استمرار معامله را تضعیف می‌کند.

همت‌فر و عفرای (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین نقدینگی سهام و اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا، ۵۰۱ شرکت پذیرفته

---

<sup>33</sup> Ramalin

شده در بورس اوراق بهادار در طی دوره مالی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۷ به عنوان جامعه آماری انتخاب شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین نقدشوندگی و اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین نقدشوندگی در شرکت‌های دچار محدودیت مالی و اجتناب مالیاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد علاوه بر این در شرکت‌هایی که دچار عدم اطمینان تجاری هستند، نقدشوندگی سهام با اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معناداری دارد. احدی و حیدری (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر تصمیمات سرمایه گذاری و پرداخت سود مدیریت بر نقدشوندگی سهام پرداختند. در این پژوهش اطلاعات ۱۵۷ شرکت برای یک دوره ۸ ساله ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ انتخاب گردیده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که پس از کنترل عوامل اثرگذار بر نقدشوندگی سهام، رابطه مثبت معنی‌داری بین نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و نقدینگی دارایی‌های آنها وجود دارد. همچنین بر اساس نتایج به دست آمده، تصمیمات سرمایه گذاری مدیریت بر نقدشوندگی سهام بدون تاثیر و تصمیمات پرداخت سود مدیریت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تاثیر معنی‌داری دارند.

نوروزی نصر و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام پرداختند. در راستا نمونه‌ای متشکل از ۷۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و با استفاده از مدل رگرسیونی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. در حالت کلی در سطح اطمینان ۹۵٪ نتایج نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به عبارت دیگر، بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### ۳. روش‌شناسی

تحقیق حاضر بر اساس ماهیت و روش، در زمره تحقیقات توصیفی به شمار می‌رود. به‌علاوه با توجه به این‌که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده شده است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود، نوعی تحقیق توصیفی - همبستگی به شمار می‌رود.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ (دوره ۱۰ ساله) است. شرکت‌های قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ که دارای ویژگی‌ها و شرایط زیر می‌باشند به عنوان نمونه آماری در دسترس به روش غربالگری جامعه آماری در نظر گرفته می‌شود:

(۱) طی سال‌های مورد مطالعه‌ی تحقیق (۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸)، نماد معاملاتی آن‌ها از تابلوی بورس خارج نشده باشد.

(۲) شرکت‌های مورد نظر در طول دوره‌ی پژوهش، سال مالی و فعالیت خود را تغییر نداده باشند.

(۳) اطلاعات مالی موردنیاز، در دسترس باشد.

(۴) شرکت مورد نظر وقفه معاملاتی (بیشتر از ۶ ماه) نداشته باشد.

(۵) به لحاظ همگن بودن داده‌ها، در زمره‌ی شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، کلیه موسسات مالی و پولی، لیزینگ، سرمایه‌گذاری‌ها و بیمه نباشند.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارند.

فرضیه دوم: مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: نقدینگی شرکت، تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید.

فرضیه چهارم: نقدینگی شرکت، تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید.

### مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل پیشنهادی پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

مدل (۱): آزمون فرضیه اول و دوم:

$$Liquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCA_{it} + \beta_2 GFA_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 GCA_{it} * TAX_{it} + \beta_5 GFA_{it} * TAX_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲): آزمون فرضیه سوم و چهارم:

$$Liquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCA_{it} + \beta_2 GFA_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 GCA_{it} * TAX_{it} + \beta_5 GFA_{it} * TAX_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 GCA_{it} * CR_{it} + \beta_8 GFA_{it} * CR_{it} + \beta_9 TAX_{it} * CR_{it} + \beta_{10} (GCA_{it} * TAX_{it}) * CR_{it} + \beta_{11} (GFA_{it} * TAX_{it}) * CR_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \beta_{13} ROA_{it} + \beta_{14} CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$Liquidity_{it}$ : نقدشوندگی سهام

$GCA_{it}$ : تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری

$GFA_{it}$ : تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت

$TAX_{it}$ : مدیریت مالیات

$CR_{it}$ : نقدینگی شرکت

$LOSS_{it}$ : زیان شرکت

$ROA_{it}$ : نرخ بازده دارایی‌ها

$CFO_{it}$ : نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی

متغیر وابسته

نقدشوندگی سهام ( $Liquidity_{it}$ ):

در این پژوهش برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از معیار آمیهود<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۲) استفاده خواهد شد:

$$Liquidity_{it} = -LN\left(\frac{1}{D_{it}} \times \frac{\sum_{d=1}^{D_{it}} |R_{itd}|}{\sum_{d=1}^{D_{it}} V_{itd}}\right) \quad \text{رابطه (۱)}$$

$Liquidity_{it}$ : میزان نقدشوندگی سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$D_{it}$ : مجموع تعداد روزهای معاملات سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$V_{itd}$ : میزان حجم ریالی معاملات سهام سالانه شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$R_{itd}$ : نرخ بازده سهام سالانه شرکت  $i$  در سال  $t$ .

متغیرهای مستقل

۱- تصمیمات سرمایه‌گذاری ( $GCA_{it}$  &  $GFA_{it}$ )

در این پژوهش، تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اساس میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام شده به منظور افزایش دارایی‌های منعکس شده در ترازنامه اندازه‌گیری می‌شود که در پژوهش حاضر این اندازه‌گیری را بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و رشد دارایی‌های ثابت انجام می‌دهیم (هریسون و همکاران، ۲۰۱۳؛ آلبرچت و همکاران، ۲۰۱۱).

(۱) تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری ( $GCA_{it}$ ) که به صورت زیر

محاسبه می‌شود:

رابطه (۲)

$$GCA_{it} = \frac{Current\ Asset_{it} - Current\ Asset_{it-1}}{Current\ Asset_{it-1}}$$

<sup>34</sup>. Amihud



که در آن:

$Current Asset_{it}$ : مجموع دارایی‌های جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Current Asset_{it-1}$ : مجموع دارایی‌های جاری شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

۲) تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت ( $GFA_{it}$ ) که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

رابطه (۳)

$$GFA_{it} = \frac{NonCurrent Asset_{it} - NonCurrent Asset_{it-1}}{NonCurrent Asset_{it-1}}$$

که در آن:

$NonCurrent Asset_{it}$ : مجموع دارایی‌های ثابت شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$NonCurrent Asset_{it-1}$ : مجموع دارایی‌های ثابت شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

۲- مدیریت مالیات ( $TAX_{it}$ )

در تحقیقات صورت گرفته پیرامون مدیریت مالیات از نرخ موثر مالیاتی به عنوان معیاری برای سنجش مدیریت مالیات استفاده شده است. در این پژوهش نیز به پیروی از زیمرمن<sup>۳۵</sup> (۱۹۸۳) و کیم و لیمپافایوم<sup>۳۶</sup> (۱۹۹۸) نرخ موثر مالیاتی از نسبت هزینه مالیات ابرازی به سود خالص قبل از کسر مالیات محاسبه خواهد شد (پورحیدری و سورستانی، ۱۳۹۲).

رابطه (۴)

$$\text{نرخ موثر مالیاتی} = \frac{\text{هزینه مالیات}}{\text{سود خالص قبل از کسر مالیات}}$$

<sup>35</sup> . Zimmerman

<sup>36</sup> . Kim and Limpaphayom

از آنجایی که بین مدیریت مالیات و نرخ موثر مالیاتی رابطه معکوسی وجود دارد؛ یعنی نرخ موثر مالیاتی بالا، نشان‌دهنده‌ی مدیریت مالیات کمتر است؛ لذا برای خنثی کردن این اثر در هنگام برآورد مدل‌های پژوهش، بایستی نرخ مؤثر مالیاتی در عدد (۱-) ضرب شود (گالمور و لابرو، ۲۰۱۵).

$$\text{Tax}_{it} = (-1) * \frac{\text{هزینه مالیات}}{\text{سود خالص قبل از قبل مالیات}} \quad \text{رابطه (۵)}$$

متغیر تعدیل‌گر

نقدینگی شرکت (CR<sub>it</sub>)

در این پژوهش از نسبت جاری برای اندازه‌گیری میزان نقدینگی شرکت استفاده خواهد شد.

رابطه (۶)

$$CR_{it} = \frac{Current\ Assets_{it}}{Current\ Liabiliteis_{it}}$$

که در آن:

$Current\ Assets_{it}$ : دارایی‌های جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Current\ Liabiliteis_{it}$ : بدهی‌های جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

متغیرهای کنترلی و تعریف عملیاتی آن‌ها:

۱. زیان شرکت ( $LOSS_{it}$ ): متغیر مجازی زیان شرکت که برابر است با یک اگر شرکت  $i$  در سال  $t$  زیان خالص گزارش کرده باشند و در غیر این صورت صفر است.

۲. نرخ بازده دارایی‌ها ( $ROA_{it}$ ): برابر است با نسبت سود خالص پس از کسر مالیات به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال پایان سال  $t$ .

۳. نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی ( $CFO_{it}$ ): متغیر جریان وجوه نقد عملیاتی و برابر است با نسبت خالص جریان‌های نقدی عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

##### آمار توصیفی

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
نقدشوندگی سهام	$Liquidity_{it}$	۱۳/۲۱۷	۱۳/۳۷۱	۱/۵۳۵	۶/۹۵۸	۱۷/۹۲۷
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری	$GCA_{it}$	۰/۱۸۷	۰/۱۴۱	۰/۲۹۵	-۰/۳۸۱	۱/۴۶۲
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت	$GFA_{it}$	۰/۲۰۸	۰/۰۱۳	۰/۶۵۹	-۰/۵۴۰	۳/۵۲۹
مدیریت مالیات	$TAX_{it}$	-۰/۰۹۹	-۰/۰۹۱	-۰/۰۹۶	-۰/۰۰۰	-۰/۳۹۶
نقدینگی شرکت	$CR_{it}$	۱/۲۶۶	۱/۱۸۳	۰/۶۴۷	۰/۱۶۴	۴/۰۷۴
نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{it}$	۰/۰۶۸	۰/۰۶۳	۰/۱۴۹	-۰/۴۸۹	۰/۴۷۰
نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی	$CFO_{it}$	۰/۱۰۲	۰/۰۹۰	۰/۱۳۱	-۰/۲۹۹	۰/۴۹۶

میانگین متغیر نسبت نقدینگی در بین شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش تقریباً ۱/۲۶۶، میانه ۱/۱۸۳ و میزان پراکندگی آن، ۰/۶۴۷ می‌باشد و مقدار این متغیر برای سال-شرکت‌های که کمترین و بیشتری نسبت دارایی جاری به بدهی جاری را دارند، به ترتیب معادل ۰/۱۶۴ (دارایی‌های جاری ۱۶ درصد بدهی‌های جاری است) و ۴/۰۷۴/۱ (دارایی‌های جاری، ۴ برابر بدهی‌های جاری است) می‌باشد.

میانگین متغیر نرخ بازده دارایی‌ها تقریباً ۰/۰۶۸، میانه ۰/۰۶۳، دارای حداقل مقدار -۰/۴۸۹ و حداکثر مقدار ۰/۴۷۰ که انحراف معیاری در حدود ۰/۱۴۹ دارد. این نشان می‌دهد که میزان سود خالص در شرکت‌های مورد بررسی حدود ۷ درصد ارزش دفتری دارایی‌ها بوده است.

در جدول زیر، میزان فراوانی مطلق و همچنین درصد فراوانی نسبی برای متغیر مجازی پژوهش، ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای مجازی تحقیق

متغیر	نماد	شرط	فروانی مطلق	درصد فراوانی
زیان شرکت	LOSS <sub>it</sub>	دارد = ۱	۲۸۴	۲۰٪
		ندارد = ۰	۱۱۱۶	۸۰٪
		کل	۱۴۰۰	۱۰۰٪

در جدول ۲، در بررسی متغیر زیان شرکت ملاحظه می‌گردد که در بین ۱۴۰۰ مشاهده سال شرکت، ۲۸۴ مشاهده دارای زیان خالص بوده‌اند (۲۰ درصد مشاهدات) و ۱۱۱۶ مشاهده سال-شرکت (حدود ۸۰ درصد) سود خالص گزارش کرده‌اند.

#### بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول این پژوهش به این صورت مطرح شد که "تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام، تاثیر معناداری دارد". در جدول ۴ ضریب متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری، معادل ۰/۰۹۸ و آماره  $t$  معادل ۲/۵۵۳ می‌باشد که در سطح (۰/۰۱۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل (رشد دارایی‌های جاری) در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. لذا، فرضیه دوم پژوهش در حالت اول (تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری) در جهت مستقیم تأیید می‌شود؛ یعنی تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارند.

نتایج به دست آمده از جدول ۳ نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت برابر با ۰/۰۰۴ و مقدار ضریب آن ۰/۰۷۶ می‌باشد. با توجه به سطح

معناداری کمتر از ۵ درصد ( $0/004 > 0/05$ )، فرضیه دوم در حالت دوم (رشد دارایی‌های ثابت) تایید می‌شود و با توجه به علامت مثبت ضریب به دست آمده، می‌توان استدلال کرد که فرضیه دوم در حالت دوم نیز در جهت مثبت تایید می‌شود و در واقع می‌توان گفت که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت، بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم این پژوهش به این صورت مطرح شد که "مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام، تاثیر معناداری دارد". نتایج به دست آمده از جدول ۳ نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر مدیریت مالیات برابر با  $0/010$  و مقدار ضریب آن  $0/245$  می‌باشد. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ( $0/010 > 0/05$ )، فرضیه سوم نیز تایید می‌شود و با توجه به علامت مثبت ضریب به دست آمده، می‌توان استدلال کرد که فرضیه سوم در جهت مثبت تایید می‌شود و در واقع می‌توان گفت که مدیریت مالیات، بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

$$Liquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCA_{it} + \beta_2 GFA_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 GCA_{it} * TAX_{it} + \beta_5 GFA_{it} * TAX_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	c	۰/۴۹۰	۰/۰۷۵	۱۷۹/۳۲۸	۰/۰۰۰
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری	$GCA_{it}$	۰/۰۹۸	۰/۰۳۸	۲/۵۵۳	۰/۰۱۰
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت	$GFA_{it}$	۰/۰۷۶	۰/۰۲۷	۲/۸۳۶	۰/۰۰۴
مدیریت مالیات	$TAX_{it}$	۰/۲۴۵	۰/۴۸۷	۲/۵۵۴	۰/۰۱۰
رشد دارایی‌های جاری * مدیریت مالیات	$GCA_{it} * TAX_{it}$	۰/۰۱۲	۰/۰۰۴	۲/۵۲۸	۰/۰۱۱
رشد دارایی‌های ثابت * مدیریت مالیات	$GFA_{it} * TAX_{it}$	۰/۰۲۶	۰/۰۰۸	۲/۹۸۸	۰/۰۰۲
زیان شرکت	$LOSS_{it}$	-۰/۰۲۴	۰/۰۴۵	-۵/۲۷۳	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{it}$	۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	۲/۹۰۸	۰/۰۰۳
نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی	$CFO_{it}$	۰/۰۶۴	۰/۰۲۷	۲/۳۸۴	۰/۰۱۷
ضریب تعیین	۰/۱۲۳		آماره F		۲۲/۵۲۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱۸		سطح معناداری		۰/۰۰۰
دوربین واتسون	۱/۹۷۷				

فرضیه چهارم بدین صورت است که " نقدینگی شرکت، تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید".

با توجه به جدول ۴ می‌توان استدلال کرد که سطح معناداری متغیر حاصلضرب تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری در نقدینگی شرکت برابر با ۰/۰۱۵ و مقدار ضریب

آن ۰/۵۳۹ می‌باشد. با توجه به سطح معناداری (۰/۰۱۵)، فرضیه پنجم در حالت اول (رشد دارایی‌های جاری) نیز تایید می‌شود و با توجه به علامت مثبت ضریب به دست آمده، می‌توان استدلال کرد که فرضیه پنجم در جهت مثبت تایید می‌شود؛ یعنی نقدینگی شرکت می‌تواند تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری بر نقدشوندگی سهام را تقویت نماید. همچنین، با توجه به جدول ۴ می‌توان استدلال کرد که سطح معناداری متغیر حاصلضرب تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت در نقدینگی شرکت برابر با ۰/۱۵۵ و مقدار ضریب آن ۰/۲۰۹- می‌باشد. با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد این متغیر، فرضیه پنجم در حالت دوم (رشد دارایی‌های ثابت) رد می‌شود؛ یعنی نقدینگی شرکت در میزان تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری ندارد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

$$Liquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 GCA_{it} + \beta_2 GFA_{it} + \beta_3 TAX_{it} + \beta_4 GCA_{it} * TAX_{it} + \beta_5 GFA_{it} * TAX_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 GCA_{it} * CR_{it} + \beta_8 GFA_{it} * CR_{it} + \beta_9 TAX_{it} * CR_{it} + \beta_{10} (GCA_{it} * TAX_{it}) * CR_{it} + \beta_{11} (GFA_{it} * TAX_{it}) * CR_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \beta_{13} ROA_{it} + \beta_{14} CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	c	۰/۲۵۹	۰/۱۲۸	۱۰۴/۰۲۰	۰/۰۰۰
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری	GCA <sub>it</sub>	۰/۰۱۶	۰/۰۰۷	۲/۱۱۲	۰/۰۳۴
تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت	GFA <sub>it</sub>	۰/۰۱۶	۰/۰۰۸	۲/۰۳۰	۰/۰۴۲
مدیریت مالیات	TAX <sub>it</sub>	۰/۱۳۴	۰/۰۶۰	۲/۲۱۷	۰/۰۲۶
رشد دارایی‌های جاری * مدیریت مالیات	GCA <sub>it</sub> * TAX <sub>it</sub>	۰/۵۹۳	۳/۱۹۹	۲/۳۷۲	۰/۰۱۷
رشد دارایی‌های ثابت * مدیریت مالیات	GFA <sub>it</sub> * TAX <sub>it</sub>	۰/۹۸۶	۱/۸۶۵	۲/۱۳۶	۰/۰۳۲
نقدینگی شرکت	CR <sub>it</sub>	۰/۱۴۹	۰/۰۲۸	۵/۲۲۴	۰/۰۰۰
رشد دارایی‌های جاری * نقدینگی شرکت	GCA <sub>it</sub> * CR <sub>it</sub>	۰/۵۳۹	۰/۲۲۱	-۲/۴۲۹	۰/۰۱۵
رشد دارایی‌های ثابت * نقدینگی شرکت	GFA <sub>it</sub> * CR <sub>it</sub>	-۰/۲۰۹	۰/۱۴۷	-۱/۴۱۹	۰/۱۵۵
مدیریت مالیات * نقدینگی شرکت	TAX <sub>it</sub> * CR <sub>it</sub>	۰/۸۴۲	۱/۵۰۸	۲/۵۴۶	۰/۰۱۱
رشد دارایی‌های جاری * مدیریت مالیات * نقدینگی شرکت	GCA <sub>it</sub> * TAX <sub>it</sub> * CR <sub>it</sub>	۰/۶۱۹	۲/۳۵۶	۲/۸۰۹	۰/۰۰۵
رشد دارایی‌های ثابت * مدیریت مالیات * نقدینگی شرکت	GFA <sub>it</sub> * TAX <sub>it</sub> * CR <sub>it</sub>	-۰/۰۰۸	۰/۰۱۶	-۰/۵۰۱	۰/۶۱۶
زیان شرکت	LOSS <sub>it</sub>	-۰/۰۲۸	۰/۰۱۳	-۲/۰۶۰	۰/۰۳۹
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA <sub>it</sub>	۰/۱۱۴	۰/۰۴۲	۲/۶۸۳	۰/۰۰۷
نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی	CFO <sub>it</sub>	۰/۶۰۸	۰/۲۲۰	۲/۷۵۷	۰/۰۰۶
ضریب تعیین	۰/۱۵۷			آماره F	۲۹/۹۲۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۵۲			سطح معناداری	۰/۰۰۰
دوربین واتسون	۱/۹۸۱				



فرضیه چهارم این پژوهش به این صورت مطرح شد که "نقدینگی شرکت، تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید". در جدول ۴ ضریب متغیر تعدیل‌گر حاصلضرب مدیریت مالیات در نقدینگی شرکت معادل ۰/۸۴۲ و آماره  $t$  معادل ۲/۵۴۶ می‌باشد که در سطح (۰/۰۱۱) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر تعدیل‌گر در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. بنابراین، فرضیه ششم پژوهش در جهت مثبت تأیید می‌شود؛ یعنی نقدینگی شرکت در میزان تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

#### ۵- بحث و نتیجه‌گیری

تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات به عنوان بخش مهمی از اطلاعات ارائه شده از سوی مدیریت شرکت به سهامداران در بازار سهام محسوب می‌شود و سهامداران شرکت به این اطلاعات دسترسی دارند و نسبت به این اطلاعات واکنش نشان می‌دهند و سهامداران، اخبار خوب و بد مخابره شده از سوی مدیریت شرکت که مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات است را به عنوان مبنای خرید و فروش سهام شرکت در نظر می‌گیرند. بنابراین در این پژوهش فرض می‌شود که تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات به طور همزمان، بر نقدینگی سهام تاثیر معناداری دارند (پاندیانگان و موروانینگساری، ۲۰۲۰).

خرید دارایی‌های جدید، بکارگیری اثربخش دارایی‌ها در فعالیت‌های شرکت و افزایش سرمایه‌گذاری‌ها استراتژی‌هایی هستند که اغلب شرکت‌ها برای جذب سهامداران بیشتر استفاده می‌کنند و شرکت برای تامین وجوه نقد مورد نیاز برای اینگونه فعالیت‌ها، بایستی اقدام به تامین مالی نماید (وارنت و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین شرکت‌هایی که از ثبات نقدینگی خوبی برخوردار هستند، سهام آن‌ها بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و تعداد و حجم سهام معامله شده این شرکت‌ها بالا است. بنابراین زمانی که شرکت درصد قابل توجهی از سود خود را بین سهامداران

توزیع نمی‌کند، دوباره آن را در فعالیت‌های پربازده سرمایه‌گذاری می‌کند این در حالی است که مودigliان و میلر<sup>۳۷</sup> (۱۹۵۸)، جئون و نیچیهارا<sup>۳۸</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود استدلال کردند که اغلب شرکت‌ها وجوه نقد مورد نیاز برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را از طریق بدهی‌ها تامین مالی می‌نمایند. بنابراین در این پژوهش انتظار می‌رود که نقدینگی شرکت (نسبت جاری)، میزان تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام را تعدیل نماید. (یئو<sup>۳۹</sup>، ۲۰۱۸).

در فرضیه اول ادعا شد که تصمیمات سرمایه‌گذاری (بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و ثابت) و مدیریت مالیات بر طور همزمان بر نقدشوندگی سهام، تاثیر معناداری دارند. این فرضیه در جهت مثبت مورد تایید قرار گرفت. نتایج حاصل شده از این فرضیه نشان می‌دهد که در شرکت‌ها رشد دارایی‌های جاری (یا رشد دارایی‌های ثابت) و مدیریت مالیات به طور همزمان می‌تواند اخبار خوبی را از شرکت به بازار مخابره کند؛ زیرا زمانی که شرکتی اقدام به مدیریت مالیات می‌نماید، یعنی مالیات کمتری را متحمل شده است؛ در نتیجه سود قابل تقسیم بین سهامداران را افزایش می‌دهد که این امر برای سهامداران بسیار مطلوب است و برای سهامداران ایرانی اصلا و ابدا گزارش سازمان اداره مالیاتی مهم نیست و فقط سهامداران می‌خواهند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که سوددهی بیشتری را در گزارش‌های خود نشان دهد. بنابراین شرکت با مدیریت مالیات، وجه نقد و سود بیشتری را در گزارش‌های خود نشان می‌دهد و اگر این عمل با رشد دارایی‌های جاری یا ثابت باشد، برای سهامداران بسیار هیجان‌انگیز است و سریعتر برای خرید سهام شرکت اقدام می‌کنند و به موازات آن نقدشوندگی شرکت افزایش می‌یابد. نتایج این فرضیه با پژوهش پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) مطابقت دارد. متأسفانه یا بهتر است بگوییم که خوشبختانه این پژوهش برای اولین بار در داخل و خارج از ایران انجام می‌شود؛ لذا امکان تطبیق بیشتر با نتایج مشابه پیشین برای کلیه فرضیه‌ها وجود ندارد.

---

37. Modigliani and Miller

38. Jeon and Nichihara

39. Yeo

در فرضیه دوم ادعا شده بود که تصمیمات سرمایه‌گذاری (بر مبنای رشد دارایی‌های جاری و ثابت) بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارند. این فرضیه نیز در جهت مستقیم مورد تایید قرار گرفت. به عبارت دیگر نتایج حاصل شده از این فرضیه موید این است که رشد دارایی‌های جاری و ثابت در شرکت می‌تواند اخباری خوبی از سمت شرکت به بازار مخابره کند و زمانی که سهامداران فعال در بازار بورس ایران متوجه می‌شوند که دارایی‌های جاری و دارایی‌های ثابت شرکتی نسبت به سال قبل افزایش داشته است، ناخودآگاه به رزش بالای شرکت پی می‌برند و خواهان خرید سهام آن شرکت می‌شوند و هجوم سهامداران برای خرید سهام شرکت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود؛ یعنی رشد دارایی‌های جاری و ثابت در شرکت می‌تواند حاکی از افزایش بازده و بهبود عملکرد شرکت باشد و در نتیجه سود موجب حداکثر کردن ثروت سهامداران آن شرکت شود. نتایج این فرضیه با پژوهش پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

در فرضیه سوم ادعا شد که مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارد. این فرضیه نیز در جهت مثبت تایید شد و همانگونه که گفته شد، شرکت‌ها با مدیریت مالیات، سود بیشتری در شرکت نگهداری می‌کنند و وجوه نقد در دسترس شرکت نیز افزایش می‌یابد و حتی شرکت می‌تواند سود بیشتری بین سهامداران توزیع کند؛ زیرا در کشور ایران بر خلاف کشورهای پیشرفته، سهامداران به میزان پرداخت مالیات توسط شرکت اهمیت نمی‌دهند و فقط به سود قابل تخصیص برای خود توجه می‌کنند. در نتیجه شرکت‌ها با مدیریت مالیات، سود بعد از کسر مالیات بیشتری دارند و سهامداران خواهان خرید سهام آن شرکت می‌شوند و در نتیجه نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد. نتایج این فرضیه با پژوهش پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) مطابقت ندارد.

در فرضیه چهارم ادعا شد که نقدینگی شرکت، تاثیر همزمان تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید. این فرضیه در حالت اول (تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری) و در جهت مثبت تایید شد و نشان می‌دهد که در شرکت‌ها با افزایش دارایی‌های جاری و به احتمال زیاد رشد دارایی‌های جاری نسبت به سال قبل و مدیریت

مالیات، نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد؛ زیرا سهامداران به میزان دارایی‌های قابل تبدیل به وجه نقد شرکت توجه زیادی دارند و زمانی که می‌بینند که شرکتی دارایی نسبت جاری بالایی است و دارایی‌های جاری آن مدام در حال افزایش است و از سوی دیگر به واسطه مدیریت مالیات، سود بیشتری را گزارش نموده‌اند، در آن شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند و نقدشوندگی شرکت افزایش می‌یابد. اما زمانی که نسبت جاری (نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری) شرکتی افزایش می‌یابد، بدین معنی است که آن شرکت بیشتر منابع خود را صرف دارایی‌های جاری نموده است و منابع کمتری برای دارایی‌های ثابت اختصاص داده است و به احتمال زیاد دارایی‌های ثابت این شرکت به دلیل استهلاک نسبت به سال قبل با افت مواجه شده است و در نتیجه، افت دارایی‌های ثابت، نمی‌تواند اخبار خوبی از شرکت به بازار مخابره کند. همچنین اگر مدیریت مالیات نیز به طور همزمان با آن رخ دهد، سهامداران به آن شرکت بسیار بدبین می‌شوند که چرا این شرکت فقط به رشد دارایی‌های جاری خود فکر می‌کنند و در دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری نمی‌کند و مالیات خود را به طور دقیق پرداخت نمی‌کند و ممکن است حس بدی به سهامداران منتقل کند. بنابراین نقدینگی شرکت، تاثیر همزمان تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل نمی‌نماید نتایج این فرضیه با پژوهش پاندیانگان و موروانینگساری (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

در فرضیه پنجم ادعا شد که نقدینگی شرکت، تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید. این فرضیه در حالت اول (تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های جاری) و در جهت مثبت تایید شد و نشان می‌دهد که در شرکت‌ها با افزایش دارایی‌های جاری و به احتمال زیاد رشد دارایی‌های جاری نسبت به سال قبل، نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد؛ زیرا سهامداران به میزان دارایی‌های قابل تبدیل به وجه نقد شرکت توجه زیادی دارند و زمانی که می‌بینند که شرکتی دارایی نسبت جاری بالایی است و دارایی‌های جاری آن مدام در حال افزایش است، در آن شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند و نقدشوندگی شرکت افزایش می‌یابد. اما زمانی که نسبت جاری

(نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری) شرکتی افزایش می‌یابد، بدین معنی است که آن شرکت بیشتر منابع خود را صرف دارایی‌های جاری نموده است و منابع کمتری برای دارایی‌های ثابت اختصاص داده است و به احتمال زیاد دارایی‌های ثابت این شرکت به دلیل استهلاک نسبت به سال قبل با افت مواجه شده است و در نتیجه، افت دارایی‌های ثابت، نمی‌تواند اخبار خوبی از شرکت به بازار مخابره کند. بنابراین نقدینگی شرکت، تاثیر همزمان تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای رشد دارایی‌های ثابت و مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل نمی‌نماید. نتایج این فرضیه با پژوهش پانديانگان و موروانينگساري (۲۰۲۰) مطابقت دارد.

در فرضیه ششم ادعا شد که نقدینگی شرکت، تاثیر مدیریت مالیات بر نقدشوندگی سهام را تعدیل می‌نماید. این فرضیه در جهت مثبت تایید شد. در این فرضیه نشان داده می‌شود که با افزایش نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری، اخبار خوبی به بازار مخابره می‌شود و اگر مدیریت مالیات نیز اتفاق بیافتد، سود قابل گزارش در صورت سود و زیان افزایش می‌یابد و همانگونه که گفته شد در کشور ایران بر خلاف کشورهای پیشرفته برای سهامداران تخلف از قوانین مالیاتی مهم نیست و سهامداران زمانی که ببینند که شرکتی دارای نقدینگی بالایی است و با پرداخت مالیات کمتر، سود بیشتری را کسب کرده است، نسبت به خرید سهام آن شرکت اقدام می‌کنند و نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد. نتایج این فرضیه با پژوهش پانديانگان و موروانينگساري (۲۰۲۰) مطابقت ندارد.

## منابع

- احدی، یوسف و حیدری، محمدرضا. (۱۳۹۹). "رسی تاثیر تصمیمات سرمایه گذاری و پرداخت سود مدیریت بر نقدشوندگی سهام"، *راهبرد مدیریت مالی*، شماره ۴، صص ۸۹-۶۱.
- بهاروند، اردشیر، دستگیر، محسن، سروش یار، افسانه. (۱۴۰۰). تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد با نقدشوندگی و استمرار معاملات سهام. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۸، شماره ۱، صص ۳۱-۵۳.
- نوروزی نصر، حسین؛ مرادزاده فرد، مهدی و شکری، اعظم. (۱۳۹۸). تاثیر مالکیت شرکت های سرمایه گذاری بر نقدشوندگی سهام، *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۲۳-۴۶.
- همت فر، محمود و عفاوی، محمدرضا. (۱۳۹۹). "رابطه بین نقدینگی سهام و اجتناب مالیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، شماره ۳، صص ۱-۲۱.
- Albrecht, W. Steve, et.al. (2011). *Financial Accounting (Eleventh Edition)*, Mason (USA): South – Western Cengage Learning.
- Al-Jaifi, Hamdan Amer, Al-rassas, Ahmed Hussein & Al-Qadasi, Adel Ali (2017). Corporate governance strength and stock market liquidity in Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13 Issue: 5, 592-610.
- Amoroso, Sara, Coad, Alex & Grassano, Nicola (2018). European R&D networks: a snapshot from the 7th EU Framework Programme. *Economics of Innovation and New Technology*, 27, 5-6, 404-419, DOI: 10.1080/10438599.2017.1374037.
- Apak, Sudi, Acikgoz, Ali Faruk, Erbay, Ertugrul Recep & Tuncer, Gungor (2016). Cash vs. net working capital as strategic tools for the long-term relation between bank credits and liquidity: Inequalities in Turkey. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 235 (2016), 648 – 655. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.046>.

- Ball, R., Shivakumar, L. (2005), Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- D'Augusta, Carlo (2018). Does Accounting Conservatism Make Good News Forecasts More Credible and Bad News Forecasts Less Alarming? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1-37. DOI: 10.1177/0148558X18780550.
- Etebari, Ahmad, (2018). Variance Analysis of Financial Ratios and Industry Target Ratios. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal 2018 Vol: 4, Issue: 1, 580-594.* [http://globalbizresearch.org/files/2054\\_gjcra\\_ahmad-etebari-487971.pdf](http://globalbizresearch.org/files/2054_gjcra_ahmad-etebari-487971.pdf).
- Franedy, R. (2018). Laba Bersih Turun 20,51%, Harga Saham Elnusa Naik 10,22%. Retrieved from CNBC Indonesia website: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20180220113808-17-4837/laba-bersih-turun-2051-harga-saham-elnusa-naik-1022>.
- Gonenc, Hailit and Ursu, Silviu (2018). The Asset Growth Effect and Investor Protection in Emerging Markets: The Role of the Global Financial Crisis. *Emerging Markets Finance & Trade*, 54, 491-507. DOI: 10.1080/1540496X.2017.1411258.
- Harrison Jr., Walter T., et.al. (2013). *Financial Accounting (Ninth Edition)*, New Jersey (USA): Pearson Education, Inc.
- Hvozdyk, L. & Rustanov, S. (2016). The Effect of Financial Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility: An Italian Perspective. *International Review of Financial Analysis*, 1-37. DOI: 10.1016/j.irfa.2016.01.018.
- Islam, M., Meo, M., Usman, M. (2020). The relationship between corporate investment decision and firm performance: Moderating role of cash flows, *J Public Affairs*, <https://doi.org/10.1002/pa.2445>.
- Murwaningsari, Ety & Rachmawati, Sistya (2017). The Influence of Capital Intensity and Investment Opportunity Set toward Conservatism with Managerial Ownership as Moderating Variable, *Journal of Advanced Management Science Vol. 5, No. 6, November 2017, 445-451.* DOI: 10.18178/joams.5.6.445-451.

- Ogawa, K. (2015). Firm investment, liquidity and bank health: A panel study of Asian firms in the 2000s. *Journal of Asian Economics*, 38, 44–54.
- Pandiangan, R and, Murwaningsari, E. (2020). Effect of Investment Decision and Tax Management on Stock Liquidity, *International Journal of Finance & Banking Studies*, Vol 9 No 3, 2020 ISSN: 2147-4486.
- Ramalin G, S., Wang, CH. and Yu, Y. (2019). The Role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review*. 88(2). pp. 1007-1039.
- Tiwari, A. K., Abakah, E. J. A., Karikari, N. K., & Gil-Alana, L. A. (2022). The outbreak of COVID-19 and stock market liquidity: Evidence from emerging and developed equity markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 101735.
- Warren, Carl S., et.al. (2014). *Corporate Financial Accounting (Twelfth Edition)*, Mason (USA): South – Western Cengage Learning.
- Watts, R.L. (2003), Conservatism in accounting Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.3.207>.
- Yeo, Hee-Jung, (2018). Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 34(2) (2018), 113-118. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>.