

تحلیل رابطه نقدشوندگی سهام، راهبری شرکتی با اهرم در بورس اوراق بهادار تهران

مریم انتظاری

کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد میبد

چکیده

به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و کاهش هزینه سرمایه از جمله اهداف مدیران مالی محسوب می شود و در این راستا، تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه یکی از مؤثرترین راهکارها برای رسیدن به این اهداف است. با توجه به اهمیت اهرم و عوامل مؤثر بر آن در نگاه سرمایه گذاران، پژوهش حاضر به بررسی تاثیرات نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی بر اهرم می پردازد. پژوهش حاضر با استفاده از الگوی داده های ترکیبی برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴، نمونه ای متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده اند را به صورت سالانه مورد بررسی قرار داده است. با توجه به اهداف پژوهش، اهرم به عنوان متغیر وابسته پژوهش و مولفه های نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی به عنوان متغیرهای پیش بین در نظر گرفته می شود. همچنین پژوهش حاضر دو شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار جهت برآورد اهرم استفاده نموده و به منظور ارزیابی دقیق تر روابط بین متغیرها، نقش کنترلی عوامل اندازه شرکت، حساسیت، فرصت های رشد، عمر شرکت، ریسک شرکت، نقدشوندگی دارایی ها و سودآوری را مورد توجه قرار می دهد. نتایج پژوهش حاضر نشان می دهد که احتمال انجام معامله به عنوان یکی از مولفه های نقدشوندگی و مالکیت سهام هیات مدیره به عنوان یکی از شاخصه های حاکمیت شرکتی به صورت معنادار اهرم شرکت را تحت تاثیر قرار می دهند. همچنین تفاوت معناداری در رابطه دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری با توجه به نقدشوندگی سهام شرکت وجود دارد اما این تفاوت برای اهرم مبتنی بر ارزش بازار معنادار نیست.

واژگان کلیدی: اهرم؛ حاکمیت شرکتی؛ نقدشوندگی سهام

مقدمه

به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و کاهش هزینه سرمایه از جمله اهداف مدیران مالی به شمار می‌رود. در این راستا، تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه یکی از مؤثرترین راهکارها برای رسیدن به این اهداف است (بهرامی و خلیفه سلطانی، ۱۳۹۱). از دیدگاه مدیریت مالی، موجودیت شرکت‌ها با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی آغاز می‌شود و تداوم می‌یابد. با فرض ثابت بودن سیاست‌های سرمایه‌گذاری، بدیل‌های سرمایه‌گذاری و نرخ بازدهی آنها، بنگاه‌ها باید به گونه‌ای عمل کنند که هزینه تأمین مالی لازم جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های خود را به حداقل برسانند. (آستین چپ، ۱۳۹۳). توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها محسوب می‌شود. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب باید هزینه‌های متعدد تأمین مالی را مشخص و آثاری را که این منابع مالی می‌تواند بر ارزش شرکت داشته باشد را تعیین نماید، به گونه‌ای که ثروت سهامداران به حداکثر برسد. بدهی به عنوان یکی از راه‌های اصلی تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد، مزیت مالیاتی ایجاد نموده و از طرف دیگر، هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی و همچنین عدم ایفای تعهدات که بدهی به همراه دارد، این منافع را تحت پوشش قرار می‌دهد، از این نظر، با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه نمایندگی بدهی می‌توان به اهرم بهینه دست یافت (صمدی، ۱۳۹۲). با توجه به اهمیت تأمین مالی و مدیریت ساختار سرمایه در نگاه سرمایه‌گذاران، پژوهش حاضر به بررسی عوامل مؤثر بر اهرم شرکت می‌پردازد و در این راستا نقش حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را به صورت ویژه مورد بررسی قرار می‌دهد.

ادبیات نظری

- **اهرم^۱**: به صورت نسبت کل بدهکاری شرکت به مجموع دارایی‌های آن تعریف می‌شود و نشان‌دهنده توانایی شرکت در باز پرداخت بدهی‌ها، خصوصاً بدهی‌های بلند مدت است. پژوهش حاضر به پیروی از ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) از دو شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و مبتنی بر ارزش بازار استفاده می‌کند.
- **حاکمیت شرکتی^۲**: به عنوان مجموعه‌ای از مکانیسم‌ها در نظر گرفته می‌شود که مرتبط با مسائل نمایندگی و کنترل ریسک داخلی شرکت است. به پیروی از باگات^۳ و همکاران (۲۰۱۵) درصد سهام تحت تملک هیات مدیره شرکت، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نیز استقلال هیات مدیره به عنوان سنج‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته می‌شود.
- **نقدشوندگی^۴**: نقدشوندگی به عنوان سهولت در معامله حجم بزرگی از دارایی‌ها به طور سریع و با هزینه اندک و بدون تاثیر بر سطوح قیمت تعریف می‌شود (نیسکانن^۵، ۲۰۰۹). به پیروی از ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) از نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد، نسبت گردش و نیز احتمال انجام معامله به عنوان سنج‌های نقدشوندگی استفاده می‌شود.

بدهی‌ها و اهرم

تئوری مدرن ساختار سرمایه با تئوری مشهور مودیلیانی و میلر^۶ (۱۹۵۸) آغاز شد. تئوری ارائه شده از سوی مودیلیانی و میلر بر این مطلب تکیه دارد که تحت چه شرایطی، ساختار بهینه سرمایه پدید می‌آید و اصولاً ساختار بهینه سرمایه چیست؟ قبل از تئوری مودیلیانی و میلر، دیدگاه سنتی حاکم بود. این دیدگاه بر این نظر استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. این نظریه پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه خود، میزان بدهی‌های خود را افزایش دهند.

¹ Leverage

² Corporate Governance

³ Bhagat

⁴ Stock Liquidity

⁵ Niskanen

⁶ Modigliani & Miller

با این حال، با افزایش میزان بدهی، ریسک نیز افزایش یافته و در نتیجه بازار نرخ بهره بالاتری را برای بدهی‌ها مطالبه می‌کند. بنابراین، بر مبنای این دیدگاه ساختار سرمایه بهینه‌ای وجود دارد که می‌تواند هزینه سرمایه را به حداقل برساند (انصاری و صفری، ۱۳۹۱).

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی شامل انواع گوناگونی از توافق‌ها و ساز و کارهای سازمانی و همچنین رویه‌های ایجاد تعادل در قدرت و مسئولیت سهامداران شرکت، مدیریت، هیئت مدیره و کارکنان است. از اهداف حاکمیت شرکتی، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران به طور مشخص و به طور کلی تمامی ذی‌نفعان است. بنابراین می‌توان انتظار داشت که بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و اثربخشی هیئت مدیره و عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود داشته باشد (پورمرتضوی، ۱۳۹۵).

مبانی اولیه نظام حاکمیت شرکتی، از اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰ با تهیه گزارش کاربردی در انگلیس، گزارش دی در کانادا و مقررات هیأت مدیره در جنرال موتورز آمریکا، شکل گرفت. نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه‌ی علمی از قبیل حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده‌ی کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب‌نفع‌های خود می‌گردد. حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حساب‌رسان و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است. بررسی‌های انجام شده در مورد سیستم‌های حاکمیت شرکتی کشورهای مختلف از جمله آلمان و ژاپن و انگلستان نشان می‌دهد که بهترین سیستم وجود ندارد و هیچ سیستمی نمی‌تواند برای مدت طولانی پایدار باقی بماند. از طرف دیگر هر سیستمی دارای نقاط ضعف و قوت می‌باشد. ترکیب حاکمیت شرکتی از یک کشور به کشور دیگر بسیار تفاوت دارد. آنها محصول اقتصاد محلی و محیط اجتماعی هستند (دانشمند، ۱۳۹۲).

نقدشوندگی^۷

نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران بوده و به عنوان یک ویژگی کیفی محوری محسوب می‌شود. نقدشوندگی به قابلیت معامله سریع اوراق بهادار، بدون تاثیر و نوسان در قیمت اشاره دارد. در سطح کلان، بازارهای سرمایه نقد^۸، امری ضروری برای کارایی تخصیص سرمایه در اقتصادهای مدرن بوده و هزینه‌های اندکی را برای انتشار دهندگان اوراق به همراه خواهد داشت. در سطح خرد، یک بازار نقد قادر است منافع تجاری زیادی فراهم نماید و تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاران بتوانند معاملات خود را در هر زمانی انجام دهند (وریر^۹، ۲۰۱۰). طبقات مختلف دارایی‌ها دارای سطوح نقدشوندگی متفاوتی هستند. قدرت نقدشوندگی سهام به طور نسبی بیش از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات^{۱۰} و کمتر از اوراق قرضه است. انواع مختلف سهام‌ها نیز دارای سطوح نقدشوندگی متفاوتی هستند. این تفاوت در نقدشوندگی تفاوت در بازده را به دنبال دارد (دلگارد^{۱۱}، ۲۰۰۹). در سال‌های اخیر، فعالان بازار شک‌های نقدشوندگی شدیدی را تجربه کرده‌اند و تغییرات زیادی در توانایی سرمایه‌گذاران در معاملات دارایی‌ها حتی دارایی‌های با کیفیت^{۱۲} نظیر اوراق قرضه ضمانتی منتشره موسسات دولتی ایالات متحده مشاهده شده است (لی هوماکی^{۱۳}، ۲۰۱۰).

7 Stock Liquidity

8 Liquid Capital Market

9 Verrier

10 REIT

11 Dalgaard

12 High-quality assets

13 Laihomaki

پیشینه پژوهش

زارع (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداخت. وی با بررسی ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ نشان داد که شرکت‌ها با سرعت نسبتاً زیادی به سمت اهرم مالی هدفشان حرکت می‌کنند و رابطه‌ای مستقیم و غیر معناداری میان تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی با سرعت تعدیل و نیز رابطه‌ای غیرمستقیم و معنادار میان درصد سهام شناور آزاد و نسبت مدیران غیرموظف با سرعت تعدیل ساختار سرمایه وجود دارد.

حسینی (۱۳۹۵) در پژوهشی رابطه مالکیت فامیلی با ریسک پذیری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داد. وی با بررسی ۳۸ شرکت سرمایه‌گذار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ نشان داد که نوسانات قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت متمرکز در آنها را به صورت معنادار تحت تأثیر قرار می‌دهد و ارتباط معناداری بین نوسانات اهرم مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متمرکز در آنها وجود دارد.

فندرسکی و فندرسکی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با بررسی ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و در نظر گرفتن دو شاخص اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و روزهای با بازده صفر به عنوان سنج‌های نقدشوندگی سهام نشان دادند که بین میزان شکاف قیمت عرضه و تقاضا و بازده صفر با اهرم مالی رابطه مستقیم و بین عمق بازار و اهرم مالی رابطه معکوس برقرار است.

الاولی^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود به بررسی رابطه اهرم شرکت، بازده و نوسانات قیمت سهام پرداختند. آنها با مطالعه روی ۳۲۰ شرکت از ۸ کشور اروپایی و تشکیل پرتفویهای مبتنی بر اهرم، نشان دادند که بازده سهام و نوسانات قیمت تابع ساختار سرمایه شرکت بوده و شرکت‌های اسلامی نوسانات کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها را تجربه می‌کنند.

ندر جای و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی تأثیرات نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی بر اهرم پرداختند. آنها با مطالعه روی ۱۲۰۷ شرکت غیرتجاری استرالیایی طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۳ نشان دادند که ارتباط منفی و معناداری بین نقدشوندگی و اهرم وجود داشته و شرکت‌های با نقدشوندگی بالا دارای اهرم پایین‌تری هستند. همچنین دریافتند که ارتباط منفی و معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و اهرم وجود داشته و شرکت‌های با کیفیت بالاتر راهبری شرکتی، اهرم پایین‌تری را تجربه می‌کنند. علاوه بر این مشخص شد که رابطه منفی اهرم و کیفیت حاکمیت شرکتی تنها برای شرکت‌های با نقدشوندگی بالا مصداق داشته و برای شرکت‌های با سطح نقدشوندگی پایین معنادار نیست.

گول^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش خود به بررسی رابطه نقدشوندگی عملیاتی و اهرم مالی در ساختار مالی شرکت پرداختند. آنها با مطالعه روی ۱۵۱ شرکت صنعتی هند طی ۱۰ سال نشان دادند که رابطه معناداری بین اهرم مالی و نقدشوندگی عملیاتی وجود دارد. علاوه بر این آنها دریافتند که نقدشوندگی عملیاتی و اهرم مالی به صورت معناداری عملکرد شرکت‌های هندی را تحت تأثیر قرار می‌دهند

فرضیه‌های پژوهش

بر مبنای اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش حاضر به شرح زیر طرح می‌گردد:

- ۱- رابطه معناداری بین نقدشوندگی سهام و اهرم شرکت وجود دارد.
- ۲- رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی و اهرم شرکت وجود دارد.
- ۳- تفاوت معناداری در رابطه حاکمیت شرکتی و اهرم در شرکت‌های با نقدشوندگی بالا و پایین وجود دارد.

روش پژوهش

این مطالعه بر اساس مبانی نظری و ادبیات موضوع به تحلیل ساختار سرمایه و اهرم شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد و نقش ابعاد حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را در توضیح اهرم شرکت مورد بررسی قرار می‌دهد؛ لذا این پژوهش از نظر هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی و از نظر روش، جزء پژوهش‌های توصیفی-همبستگی محسوب می‌شود. پژوهش حاضر با استفاده از روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی انجام می‌شود. به منظور تحقق هدف مذکور و نیز تصمیم‌گیری در رابطه با فرضیه‌های پژوهش از مدلی استفاده می‌شود که در آن اهرم به عنوان متغیر وابسته پژوهش و مولفه‌های نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی به عنوان متغیرهای پیش‌بین در نظر گرفته می‌شود. پیروی از ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) از دو شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار جهت برآورد اهرم استفاده می‌شود. همچنین از ترکیبی از شاخص‌های نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی جهت برآورد دقیق‌تر رابطه نقدشوندگی و راهبری شرکتی با اهرم بهره می‌گیرد. علاوه بر این جهت ارزیابی دقیق‌تر روابط بین متغیرها، نقش کنترلی عوامل اندازه شرکت، حساسیت، فرصت‌های رشد، عمر شرکت، ریسک شرکت، نقدشوندگی دارایی‌ها و سودآوری را مورد توجه قرار می‌گیرد.

قلمرو مکانی پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن دامنه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است هستند که دارای شرایط مشخصی باشند. بنابراین، از روش حذف سیستماتیک جهت انتخاب اعضای نمونه استفاده می‌شود. در این پژوهش جهت جمع‌آوری مبانی نظری موضوع از روش کتابخانه‌ای و به منظور گردآوری داده‌های پژوهش، از روش اسنادکاوی استفاده می‌شود. همچنین به منظور بررسی روابط بین متغیرها، از تحلیل رگرسیون چندمتغیره استفاده می‌شود. لازم به ذکر است که مطالعه حاضر، نرم افزارهای Excel، Eviews و STATA را به منظور محاسبه متغیرها و آزمون فرضیه‌های پژوهش به کار می‌گیرد.

مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال تحلیل رابطه رابطه نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی با اهرم در بورس اوراق بهادار تهران است و در این راستا ابعاد مختلف نقدشوندگی و مورد توجه قرار داده است. به منظور تحقق هدف مذکور و نیز تصمیم‌گیری در رابطه با فرضیه‌های پژوهش از مدلی استفاده می‌شود که در آن اهرم به عنوان متغیر وابسته پژوهش، مولفه‌های نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی به عنوان متغیرهای پیش‌بین در نظر گرفته می‌شود. پیروی از ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) از دو شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار جهت برآورد اهرم استفاده می‌شود. همچنین از ترکیبی از شاخص‌های نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی جهت برآورد دقیق‌تر رابطه نقدشوندگی و راهبری شرکتی با اهرم بهره می‌گیرد. علاوه بر این جهت ارزیابی دقیق‌تر روابط بین متغیرها، نقش کنترلی عوامل اندازه شرکت، حساسیت، فرصت‌های رشد، عمر شرکت، ریسک شرکت، نقدشوندگی دارایی‌ها و سودآوری را مورد توجه قرار می‌گیرد. لذا مدل اصلی پژوهش به صورت زیر طرح می‌گردد:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 Liq_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Tang_{it} + \alpha_5 MB_{it} + \alpha_6 Age_{it} + \alpha_7 ROA_{it} + \alpha_8 Risk_{it} + \alpha_9 AssetLiq_{it} \quad (1)$$

Lev _{it}	اهرم مالی شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
CG _{it}	حاکمیت شرکتی شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
Liq _{it}	نقدشوندگی سهام شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
Size _{it}	اندازه شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
Tang _{it}	حساسیت شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
MB _{it}	فرصت‌های رشد شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>
Age _{it}	عمر شرکت <i>i</i> در دوره <i>t</i>

$$\begin{aligned}
 &ROA_{it} \quad \text{سودآوری شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 &Risk_{it} \quad \text{ریسک شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 &AssetLiq_{it} \quad \text{نقدشوندگی دارایی‌های شرکت } i \text{ در دوره } t
 \end{aligned}$$

آزمون فرضیه اول

فرضیه نخست پژوهش حاضر عبارت است از:

« رابطه معناداری بین نقدشوندگی سهام و اهرم شرکت وجود دارد.»

جهت آزمون فرضیه فوق از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Illiq_{it} + \alpha_2 Turnover_{it} + \alpha_3 TP_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Tang_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \alpha_7 Age_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 Risk_{it} + \alpha_{10} AssetLiq_{it} \quad (2)$$

$$\begin{aligned}
 Lev_{it} & \text{ اهرم مالی شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Illiq_{it} & \text{ عدم نقدشوندگی آمیهد شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Turnover_{it} & \text{ نسبت گردش سهام شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 TP_{it} & \text{ احتمال انجام معامله شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Size_{it} & \text{ اندازه شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Tang_{it} & \text{ حساسیت شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 MB_{it} & \text{ فرصت های رشد شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Age_{it} & \text{ عمر شرکت شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 ROA_{it} & \text{ سودآوری شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 Risk_{it} & \text{ ریسک شرکت } i \text{ در دوره } t \\
 AssetLiq_{it} & \text{ نقدشوندگی دارایی‌های شرکت } i \text{ در دوره } t
 \end{aligned}$$

بیان آماری فرض فوق به شرح زیر است:

$$\begin{cases}
 H_0: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 = 0 \\
 H_1: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 \neq 0
 \end{cases}$$

در صورتیکه یکی از ضرایب شاخص‌های نقدشوندگی آمیهد، نسبت گردش سهام و احتمال انجام معامله در مدل رگرسیونی معنادار باشد، بیانگر تاثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم در مدل مورد نظر است. با توجه به اینکه پژوهش حاضر از دو شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مبتنی بر ارزش بازار به عنوان سنج اهرم شرکت استفاده نموده است، بنابراین نتایج بر مبنای هر شاخص، به صورت مجزا ارائه می‌گردد.

اهرم مبتنی بر ارزش دفتری

به واسطه استفاده از داده‌های ترکیبی، برای آزمون فرضیه مورد نظر ابتدا باید آزمون F لیمر جهت انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی انجام شود. براساس نتایج این آزمون، در صورتی که احتمال آماره F بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی و در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. نتایج آزمون F لیمر برای این مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که مقدار احتمال آماره F، کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و لذا، فرض H_0 مبنی بر استفاده از روش داده‌های تلفیقی رد می‌شود. بنابراین از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل استفاده می‌شود. همچنین نتایج آزمون هاسمن نیز بیانگر استفاده از روش اثرات ثابت است. خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای مدل در جدول (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱: خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۱-۴)

نتیجه	<i>p - value</i>	آماره آزمون	آزمون
روش داده های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۸/۸۲	F لیمر
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۱۰۷۹/۴۸	هاسمن

منبع: یافته های پژوهش

پس از انتخاب روش برآورد، به بررسی فرض ناهمسانی واریانس پرداخته می شود. به منظور بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون براش-پاگان استفاده شده که خلاصه نتایج آن در جدول (۲) ارائه گردیده است.

جدول ۲: خلاصه نتایج آزمون براش-پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی

نتیجه	<i>p - value</i>	آماره آزمون	آزمون
همسانی واریانس	۰/۴۸۶۲	۰/۴۹	براش-پاگان

منبع: یافته های پژوهش

نتایج آزمون براش-پاگان آزمون نشان می دهد که مقدار احتمال به دست آمده برابر با ۰/۴۸ است و بنابراین فرض H_0 مبنی بر همسانی واریانس رد نمی شود. با توجه به عدم وجود ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات معمولی جهت برآورد مدل استفاده می شود. خلاصه نتایج برآورد نهایی مدل با استفاده از روش داده های تابلویی (اثرات ثابت) با استفاده از برآوردگر OLS در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی

$BL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Illiq_{it} + \alpha_2 Turnover_{it} + \alpha_3 TP_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Tang_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \alpha_7 Age_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 Risk_{it} + \alpha_{10} AssetLiq_{it}$			
<i>p - value</i>	آماره <i>t</i>	ضریب برآورد شده	متغیر
۰/۰۰۰	۴/۶۹	۰/۲۸۲۰	<i>c</i>
۰/۳۹۸	-۰/۸۵	-۰/۰۴۷۷	<i>Illiq_{it}</i>
۰/۴۰۰	-۰/۸۴	-۱/۷۵۰۵	<i>Turnover_{it}</i>
۰/۰۰۱	-۳/۲۹	-۰/۰۷۱۷	<i>TP_{it}</i>
۰/۰۰۰	۶/۱۱	۰/۰۲۳۵	<i>Size_{it}</i>
۰/۰۰۰	۱۵/۵۰	۰/۸۸۳۳	<i>Tang_{it}</i>
۰/۵۳۹	۰/۶۱	۰/۰۰۰۴	<i>Age_{it}</i>
۰/۰۰۰	۸/۳۹	۰/۰۸۴۸	<i>MB_{it}</i>
۰/۰۰۰	-۱۹/۶۷	-۰/۸۵۶۰	<i>ROA_{it}</i>

۰/۰۲۰	۲/۳۳	۰/۰۶۰۱	$Risk_{it}$
۰/۰۰۰	-۱۶/۳۹	-۰/۱۶۲۵	$AssetLiq_{it}$
۱۶۵/۶۰		آماره F	
۰/۰۰۰۰		معناداری آماره F	
۰/۷۰۵۰		ضریب تعیین (r^2)	
۱/۵۲۸		آماره دوربین- واتسون ($D - W$)	

منبع: یافته های پژوهش

به منظور بررسی تاثیر نقدشوندگی بر اهرم، از آماره t و مقدار احتمال آن استفاده شده است. با توجه نتایج جدول (۴-۵)، مقدار ضریب به دست آمده برای نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد و نسبت گردش سهام به ترتیب برابر با ۰/۰۴۷- و ۱/۷۵۰- است اما این ضرایب در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نبوده بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین شاخص آمیهد و نسبت گردش سهام با اهرم است؛ از سوی دیگر یافته‌ها نشان می‌دهد که احتمال انجام معامله با ضریب تاثیر ۰/۰۷۱۷- به صورت منفی و معنادار اهرم مبتنی بر ارزش دفتری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین فرض H_0 رد شده و فرضیه اول پژوهش مبنی بر معنادار رابطه احتمال انجام معامله به عنوان یکی از سنج‌های نقدشوندگی با اهرم پذیرفته می‌شود. علاوه بر این بررسی سایر متغیرها نشان می‌دهد که اندازه شرکت، حساسیت، فرصت‌های رشد شرکت و ریسک شرکت به صورت مثبت و معنادار و سودآوری و نقدشوندگی دارایی‌ها به صورت منفی و معنادار بر اهرم شرکت موثر است اما تاثیرات عمر شرکت بر اهرم در سطح اطمینان ۹۵٪ از نظر آماری معنادار نیست.

به منظور بررسی کل مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. با توجه به احتمال به دست آمده برای آماره F که برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. ضریب تعیین در مدل مربوطه برابر با ۰/۷۰۵۰ است که نشان می‌دهد بیش از ۷۰ درصد از تغییرات اهرم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به وسیله نقدشوندگی به همراه اندازه شرکت، حساسیت، فرصت‌های رشد شرکت، ریسک، سودآوری و نقدشوندگی دارایی‌ها تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین- واتسون برابر ۱/۵۲۸ می‌باشد که در محدوده مجاز قرار داشته و نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی است. در مجموع آزمون فرضیه اول برای شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری بیانگر آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ احتمال انجام معامله به عنوان یکی از سنج‌های نقدشوندگی، اهرم مبتنی بر ارزش دفتری را به صورت منفی و معنادار تحت تاثیر قرار می‌دهد و بنابراین فرضیه اول پژوهش مبنی بر معنادار بودن رابطه نقدشوندگی و اهرم در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود.

اهرم مبتنی بر ارزش بازار

به منظور آزمون فرضیه اول برای اهرم مبتنی بر ارزش بازار، ابتدا از آزمون F لیمر جهت انتخاب بین روش داده های تابلویی و تلفیقی استفاده می‌شود. نتایج آزمون F لیمر در جدول (۴) نشان داده شده است. نتایج آزمون F لیمر برای این مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که مقدار احتمال آماره F لیمر، کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 مبنی بر استفاده از روش داده های تلفیقی رد می‌شود. بنابراین از روش داده های تابلویی برای برآورد مدل استفاده می‌شود. همچنین نتایج آزمون هاسمن نیز نشان‌دهنده استفاده از روش اثرات ثابت است.

جدول ۴: خلاصه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن جهت بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱-۲)

نتیجه	<i>p - value</i>	آماره آزمون	آزمون
روش داده های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۴/۸۸	F لیمر
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۷۳۷/۲۸	هاسمن

منبع: یافته های پژوهش

پس از انتخاب روش برآورد، به منظور بررسی ناهمسانی واریانس آزمون براش- پاگان مورد استفاده قرار گرفته که خلاصه نتایج آن در جدول (۵) ارائه شده است. این آزمون نشان می دهد که مقدار احتمال به دست آمده برابر با ۰/۰۰۰ است و بنابراین فرض H_0 مبنی بر همسانی واریانس رد می شود.

جدول ۵: خلاصه نتایج آزمون براش- پاگان جهت بررسی همسانی واریانس مدل رگرسیونی (۴-۱-۲)

نتیجه	<i>p - value</i>	آماره آزمون	آزمون
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۹۰/۳۵	براش- پاگان

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به وجود ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته جهت برآورد مدل استفاده می شود. خلاصه نتایج برآورد نهایی مدل با استفاده از روش داده های تابلویی با اثرات ثابت با استفاده از برآوردگر GLS در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱-۲)

$ML_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Illiq_{it} + \alpha_2 Turnover_{it} + \alpha_3 TP_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Tang_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \alpha_7 Age_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 Risk_{it} + \alpha_{10} AssetLiq_{it}$			
<i>p - value</i>	آماره z	ضریب برآورد شده	متغیر
۰/۰۰۰	۴/۳۹	۰/۳۴۷۲	<i>c</i>
۰/۶۶۰	-۰/۴۴	-۰/۳۲۶۳	<i>Illiq_{it}</i>
۰/۲۷۱	-۱/۱۰	-۳/۰۰۸۶	<i>Turnover_{it}</i>
۰/۰۰۳	-۲/۹۸	-۰/۰۸۵۶	<i>TP_{it}</i>
۰/۰۰۰	۵/۰۰	۰/۰۲۵۳	<i>Size_{it}</i>
۰/۰۰۰	۱۰/۹۵	۰/۸۲۰۶	<i>Tang_{it}</i>
۰/۲۸۴	۱/۰۷	۰/۰۰۰۸	<i>Age_{it}</i>
۰/۶۸۵	-۰/۴۱	-۰/۰۰۵۴	<i>MB_{it}</i>
۰/۰۰۰	-۱۹/۲۸	-۱/۱۰۳۲	<i>ROA_{it}</i>
۰/۰۵۵	۱/۹۲	۰/۰۶۵۲	<i>Risk_{it}</i>

	۴/۴۹	-۰/۱۳۶۸	<i>AssetLiq_{it}</i>
۰/۰۰۰	۱۳۸۱/۷۵	آماره χ^2	
	۰/۰۰۰۰	معناداری آماره χ^2	
	۰/۶۶۲۱	ضریب تعیین (r^2)	
	۱/۶۳۷	آماره دوربین- واتسون ($D - W$)	

منبع: یافته های پژوهش

به منظور بررسی نقدشوندگی بر اهرم مبتنی بر ارزش بازار، از آماره Z و مقدار احتمال آن استفاده شده است. با توجه نتایج جدول (۶)، تاثیرات نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و نسبت گردش سهام بر اهرم در سطح اطمینان ۹۵٪ از نظر آماری معنادار نیست؛ اما یافته‌ها بیانگر آن است که احتمال انجام معامله به عنوان دیگر سنج نقدشوندگی با ضریب تاثیر ۰/۰۸۵۶- به صورت منفی و معنادار، اهرم مبتنی بر ارزش بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین فرض H_0 رد شده و فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه نقدشوندگی و اهرم مبتنی بر ارزش بازار، در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود. بررسی متغیرهای کنترلی نیز حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ اندازه شرکت و حساسیت به صورت مثبت و معنادار و عوامل سودآوری و نقدشوندگی دارایی‌ها به صورت منفی و معنادار اهرم مبتنی بر ارزش بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند اما تاثیرات عمر شرکت، فرصت‌های رشد و ریسک از نظر آماری معنادار نیست.

به منظور بررسی کل مدل نیز از آماره χ^2 استفاده می‌شود. با توجه به احتمال به دست آمده برای آماره χ^2 که برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. ضریب تعیین مدل مربوطه نیز برابر با ۰/۶۶۲۱ است که نشان می‌دهد حدود ۶۶/۲۱ درصد از تغییرات اهرم مبتنی بر ارزش بازار به وسیله نقدشوندگی، اندازه و سودآوری شرکت و نیز حساسیت و نقدشوندگی دارایی‌ها تبیین می‌گردد. برای سایر فرضیه‌ها نیز به همین ترتیب عمل می‌کنیم.

بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش: رابطه معناداری بین نقدشوندگی سهام و اهرم شرکت وجود دارد.

نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اول پژوهش و بررسی رابطه نقدشوندگی و شاخص اهرم مبتنی بر ارزش دفتری بیانگر آن است که احتمال انجام معامله به عنوان یکی از سنج‌های نقدشوندگی، اهرم مبتنی بر ارزش دفتری را به صورت منفی و معنادار تحت تاثیر قرار می‌دهد؛ اما تاثیرات نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و نسبت گردش سهام به عنوان دیگر سنج‌های نقدشوندگی سهام از نظر آماری معنادار نیست. علاوه بر این نتایج بررسی رابطه نقدشوندگی و اهرم مبتنی بر ارزش بازار نشان داد که تاثیرات نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و نسبت گردش سهام بر اهرم از نظر آماری معنادار نیست؛ اما احتمال انجام معامله به عنوان دیگر سنج نقدشوندگی، اهرم مبتنی بر ارزش بازار را به صورت منفی و معنادار تحت تاثیر قرار می‌دهد. همچنین یافته‌ها نشان داد که اندازه شرکت و حساسیت به صورت مثبت و معنادار و عوامل سودآوری و نقدشوندگی دارایی‌ها به صورت منفی و معنادار اهرم مبتنی بر ارزش بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند و نقدشوندگی به همراه سایر متغیرهای در نظر گرفته شده قادر به توضیح ۷۰/۵۰ درصد از تغییرات اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و حدود ۶۶/۲۱ درصد از تغییرات اهرم مبتنی بر ارزش بازار هستند. در مجموع آزمون فرضیه اول برای بیانگر آن است که احتمال انجام معامله به عنوان یکی از سنج‌های نقدشوندگی، هر دو جنبه اهرم را به

صورت منفی و معنادار تحت تاثیر قرار می دهد و بر این اساس فرضیه اول پژوهش مبنی بر معنادار بودن رابطه نقدشوندگی و اهرم تایید می شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش: رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی و اهرم شرکت وجود دارد.

تحلیل نتایج فرضیه اصلی دوم نشان می دهد که مالکیت سهام هیات مدیره به عنوان یکی از مولفه های حاکمیت شرکتی به صورت مثبت و معنادار اهرم مبتنی بر ارزش دفتری را تحت تاثیر قرار می دهد اما رابطه سایر مولفه های حاکمیت شرکتی شامل استقلال هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری از نظر آماری معنادار نیست. علاوه بر این مشخص شد که این نتایج برای اهرم مبتنی بر ارزش بازار نیز صحیح است و رابطه معناداری بین مالکیت سهام هیات مدیره و اهرم مبتنی بر ارزش بازار وجود دارد. علاوه بر این مشخص شد که اندازه شرکت و حساسیت به صورت مثبت و معنادار و عوامل سودآوری و نقدشوندگی دارایی های شرکت به صورت منفی و معنادار اهرم را تحت تاثیر قرار می دهند و سنجه های حاکمیت شرکتی به همراه این متغیرها قادر به تبیین حدود ۷۰/۳۵ درصد از تغییرات اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و ۶۵/۸ درصد از تغییرات متغیر اهرم مبتنی بر ارزش بازار هستند. در مجموع با توجه به تاثیرات معنادار درصد سهام تحت تملک هیات مدیره با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و ارزش بازار، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه معنادار حاکمیت شرکتی و اهرم تایید می شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش: تفاوت معناداری در رابطه حاکمیت شرکتی و اهرم در شرکت های با نقدشوندگی بالا و پایین وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که مالکیت سهام هیات مدیره به صورت معنادار با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری در ارتباط است اما رابطه معناداری بین استقلال هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل به عنوان دیگر سنجه های حاکمیت شرکتی با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری وجود ندارد. همچنین مشخص که ضریب تعاملی دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نقدشوندگی معنادار است و بیانگر وجود تفاوت معنادار در رابطه دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری در شرکت های با نقدشوندگی متفاوت است. اما این تفاوت برای رابطه مالکیت سهام هیات مدیره و استقلال هیات مدیره با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری از نظر آماری معنادار نیست. علاوه بر این یافته ها نشان داد که مالکیت سهام هیات مدیره و استقلال هیات مدیره به صورت معناداری با اهرم مبتنی بر ارزش بازار در ارتباط است اما تاثیرات دوگانگی وظیفه هیات مدیره از نظر آماری معنادار نیست؛ در مقابل مشخص شد که هیچیک از ضرایب تعاملی شاخصه های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی معنادار نبوده و نشان دهنده عدم وجود تفاوت معنادار در رابطه حاکمیت شرکتی و اهرم مبتنی بر ارزش بازار در شرکت های با سطح نقدشوندگی متفاوت است. در مجموع نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش بیانگر آن است که تفاوت معناداری در رابطه دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری با توجه به نقدشوندگی سهام شرکت وجود دارد اما این تفاوت برای اهرم مبتنی بر ارزش بازار معنادار نیست.

از نظر قیاس مطالعات صورت گرفته در این زمینه با یافته های پژوهش حاضر باید اشاره کرد که فندرسکی و فندرسکی (۱۳۹۴) با بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی نشان داد که ارتباط معناداری بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام وجود دارد. کاوه (۱۳۹۴) نیز در پژوهش خود نشان داد که اهرم مالی و نقدشوندگی سهام شرکت به صورت معنادار با یکدیگر در ارتباطند. علاوه بر این، محبی (۱۳۹۳) با بررسی اثر چرخه عمر شرکت ها بر رابطه نقدشوندگی و اهرم مالی نشان داد که در دوران افول، میزان نقدشوندگی معناداری بر اهرم مالی دارد؛ نتایج پژوهش حاضر نیز وجود رابطه بین نقدشوندگی و اهرم را تایید می کند. در مقابل، بهرامی (۱۳۸۹) نیز با بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، دریافتند که تغییرات ساختار سرمایه با تغییرات در نقدشوندگی در ارتباط است و این اثر، یک طرفه و از سوی ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام است در حالیکه نتایج پژوهش حاضر تاثیرات مستقیم از سوی نقدشوندگی بر اهرم را نشان می دهد. بر این اساس نتایج پژوهش حاضر با یافته های

فندرسکی و فندرسکی (۱۳۹۴)، کاوه (۱۳۹۴) و محبی (۱۳۹۳) را تایید می‌کند اما با نتایج پژوهش بهرامی (۱۳۸۹) در تناقض است.

همچنین نوری (۱۳۹۳) در پژوهش خود نشان داد که بین ساختار مالکیت با اهرم بدهی و نیز بین ساختار مالکیت با اهرم مالی ارتباط معناداری وجود دارد که با یافته‌های پژوهش حاضر همخوانی دارد. حاجیها و همکاران (۱۳۹۱) نیز با بررسی ارتباط ساختار هیئت مدیره با اهرم مالی نشان دادند که رابطه معناداری بین استقلال هیات مدیره، اندازه هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با اهرم مالی وجود دارد؛ این در حالی است که شواهدی دال بر ارتباط استقلال هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با اهرم در پژوهش حاضر یافت نشد. علاوه بر این، شکری (۱۳۹۰) نیز بررسی رابطه ساختار مالکیت و اهرم بدهی بین درصد مالکیت سهامدار کنترل کننده و سطح بدهی ارتباط وجود دارد اما بر خلاف انتظار این رابطه غیرخطی است. در حالیکه پژوهش حاضر رابطه خطی بین مالکیت سهام هیات مدیره و اهرم را نشان می‌دهد و از این نظر با یافته‌های شکری (۱۳۹۰) همخوانی ندارد. موسوی (۱۳۹۴) با بررسی رابطه ویژگی‌های مالی شرکت با اهرم مالی نشان داد که رابطه معناداری بین برخی از ویژگی‌های مالی شامل اندازه شرکت، نسبت سودآوری، نسبت دارایی‌های ثابت با نسبت‌های اهرمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. پژوهش حاضر نیز رابطه معنادار اندازه شرکت، حساسیت و سودآوری شرکت با اهرم را تایید می‌کند.

در زمینه پژوهش‌های خارجی صورت گرفته در این زمینه نیز می‌توان اشاره کرد که ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) با بررسی تاثیرات نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی بر اهرم نشان دادند که نقدشوندگی و کیفیت حاکمیت شرکتی به صورت معناداری اهرم را تحت تاثیر قرار می‌دهند. آدرین و شین (۲۰۱۱) نیز با بررسی رابطه اهرم و نقدشوندگی دریافتند که نقدشوندگی به صورت معناداری اهرم را تحت تاثیر قرار داده و می‌تواند در تعدیل ساختار سرمایه نقش داشته باشد. از این نظر نتایج پژوهش حاضر یافته‌های ندرجای و همکاران (۲۰۱۶) و آدرین و شین (۲۰۱۱) را تایید می‌کند.

پیشنهاد‌های پژوهش

پیشنهاد‌های پژوهش حاضر در قالب دو دسته پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی قابل تفکیک است:

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که احتمال انجام معامله به عنوان یکی از مولفه‌های نقدشوندگی و مالکیت سهام هیات مدیره به عنوان یکی از شاخصه‌های حاکمیت شرکتی به صورت معنادار اهرم شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهند. همچنین تفاوت معناداری در رابطه دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری با توجه به نقدشوندگی سهام شرکت وجود دارد اما این تفاوت برای اهرم مبتنی بر ارزش بازار معنادار نیست؛ بنابراین

- ۱) با توجه به رابطه معنادار احتمال انجام معامله و اهرم به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه توصیه می‌شود رابطه بین نقدشوندگی و سطح استفاده از بدهی در صورت‌های مالی را مورد توجه قرار داده و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند.
- ۲) با توجه به رابطه منفی احتمال انجام معامله و اهرم به وام‌دهندگان و موسسات ارائه دهنده تسهیلات مالی پیشنهاد می‌شود تا سطح نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را مورد توجه قرار داده و ریسک عدم بازپرداخت و نکول و در پی آن ریسک‌های ناشی از عدم فروش سهام وثیقه را مد نظر قرار دهند.
- ۳) با توجه به رابطه مثبت مالکیت سهام هیات مدیره و اهرم به تحلیل‌گران توصیه می‌شود تغییرات مالکیت سهام هیات مدیره را مورد توجه قرار داده و با تمرکز بر تغییرات مالکیت، تحلیل‌های بهتری از ساختار سرمایه شرکت ارائه نمایند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

- ۱) با توجه به متفاوت بودن ساختار شرکت‌های فعال در صنایع مختلف، پیشنهاد می‌شود رابطه حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام با اهرم به تفکیک هر صنعت مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲) با توجه به رابطه معنادار اندازه و اهرم شرکت و نیز متفاوت بودن ساختار مالی شرکت‌های کوچک و بزرگ، پیشنهاد می‌شود تاثیرات نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی بر اهرم در سهام‌های کوچک و بزرگ به تفکیک مورد بررسی قرار گرفته و نتایج مورد مقایسه قرار گیرد.
- ۳) توجه به رابطه تایید رابطه غیرخطی بین مالکیت سهام به عنوان یکی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی با اهرم در برخی پژوهش‌ها، پیشنهاد می‌شود این رابطه به صورت خطی و غیرخطی در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته و نتایج مقایسه شود.
- ۴) با توجه به اینکه شاخص‌های مختلفی برای نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی در مطالعات مختلف در نظر گرفته شده؛ پیشنهاد می‌شود با در نظر گرفتن سایر سنج‌های نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی، رابطه این مولفه‌ها با اهرم مورد ارزیابی قرار گیرد.

منابع

- [۱] ابک، حسن (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین متغیرهای مالی داخلی شرکت و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه سمنان.
- [۲] اعتمادی، حسین، باباجانی، جعفر، آذر، عادل و دیانتی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تاثیر فرهنگ سازی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۵۹-۸۵.
- [۳] افخمی، حسین (۱۳۹۵). تاثیر درصد تملک دولت بر ریسک پذیری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.
- [۴] انصاری، عبدالمهدی و صفری، سعید (۱۳۹۱). بررسی تأثیرپذیری هزینه سرمایه از اهرم عملیاتی و اهرم مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱۳، صص ۳۳-۴۶.
- [۵] آستین چپ، نیما (۱۳۹۳). مطالعه عوامل موثر بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه.
- [۶] بروکز، کریس. (۱۳۸۹). مقدمه‌ای بر اقتصادسنجی مالی، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، تهران، نص.
- [۷] بهرامی، ماندانا و خلیفه سلطانی، سیداحمد (۱۳۹۱). رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۴، صص ۳۵-۵۳.
- [۸] پورمرتضوی، سیدمحمد (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین اثربخشی هیأت مدیره و عملکرد شرکتی شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اردکان.
- [۹] حاجیه‌زهره؛ اخلاقی، حسنعلی و رضائی مهر، فاطمه. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط ساختار هیئت مدیره با اهرم مالی در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور.
- [۱۰] حسینی، علی (۱۳۹۵). بررسی رابطه مالکیت فامیلی با ریسک پذیری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.
- [۱۱] دانشمند، راضیه السادات (۱۳۹۲). ارزیابی توانایی دو متغیر محافظه کاری و حاکمیت شرکتی در پیش بینی عملکرد مالی شرکتها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.

- [۱۲] رضائی، فرزین و عازم، حامد (۱۳۹۱). تاثیر شدت رقابتی و راهبر تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها، فصلنامه حسابداری مدیریت، سال ۵، شماره ۱۲، صص ۱۰۱-۱۱۵.
- [۱۳] زارع، امیرحسین (۱۳۹۵). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد.
- [۱۴] شاکری، ماهرخ، پورنقارچی، مهرا و حاتم، جاوید (۱۳۹۲). بررسی ارتباط نقد شوندگی دارایی‌ها با هزینه سرمایه و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران.
- [۱۵] شگری، مینا (۱۳۹۰). بررسی ساختار مالکیت و اهرم بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی و غیردولتی رجاء قزوین.
- [۱۶] صمدی، سعید؛ سهیلی، سیروس و کبیری پور، وحید (۱۳۹۲). تحلیل تاثیر فرصت‌های رشد بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۱۴۱-۱۶۸.
- [۱۷] فتوحی، فاطمه (۱۳۹۴). تحلیل رابطه مدیریت سود صعودی، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایانامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.
- [۱۸] فروغی، داریوش و مظاهری، مرضیه (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اهرم و ریسک درماندگی مالی بر بازده واقعی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ۵، شماره ۱۸، صص ۴۶-۶۱.
- [۱۹] فندرسکی، حوا و فندرسکی، علی (۱۳۹۴). رسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و اولین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
- [۲۰] کاشانی زاده، فاطمه (۱۳۹۰). تاثیر اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی و اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایانامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- [۲۱] کاوه، محمدحسین (۱۳۹۴). بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت بر نقد شوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- [۲۲] کبیری پور، وحید (۱۳۹۱). تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر بازده سهام با کنترل سبک‌های سرمایه‌گذاری، مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- [۲۳] کردستانی، غلامرضا و پیرداوری، طنز (۱۳۹۱). ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه زمانبندی بازار، دانش حسابداری، سال ۳، شماره ۹، صص ۱۲۳-۱۴۲.
- [۲۴] گجراتی، دامودار (۱۳۹۰). مبانی اقتصاد سنجی. ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ هفتم.
- [۲۵] محبی، الهام (۱۳۹۳). آزمون اثر چرخه عمر شرکتها بر رابطه نقدشوندگی داراییها و اهرم مالی در بورس اوراق بهادار تهران، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
- [۲۶] مقدس، فرنوش (۱۳۹۰). تاثیر محدودیت‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مالی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی. دانشگاه اصفهان.

- [۲۷] موسوی، عاطفه (۱۳۹۴). بررسی رابطه ویژگی‌های مالی شرکت با اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی و غیر دولتی سمنگان آمل.
- [۲۸] نبیئی بروجنی، حسین و نوروزی، محمد (۱۳۹۴). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نظریه سلسله مراتبی، پژوهش حسابداری، شماره ۱۶، صص ۶۵-۸۴.
- [۲۹] نجیبی، فضل الله (۱۳۹۵). بررسی ارتباط کیفیت اطلاعات مالی، کیفیت حسابرسی و مسائل نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، پردیس آزادی، دانشگاه یزد.
- [۳۰] نصرالهی، زهرا و عارف منش، زهره. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۱۷-۱۳۸.
- [۳۱] نصیرزاده، فرزانه و مستقیمان، علیرضا (۱۳۸۹). آزمون نظریه‌های ساختار سرمایه متوازن ایستا و سلسله مراتبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱۳۳-۱۵۸.
- [۳۲] نوروش، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۲، صص ۳۵-۴۸.
- [۳۳] نوری، محمدولی (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با اهرم ها در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، موسسه آموزش عالی سمنگان آمل.
- [۳۴] وکیلی فرد، حمیدرضا و فیض آبادی، فرشته (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین اهرم مالی و معیارهای سنجش عملکرد شرکت-های دارویی و مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها، حسابداری سلامت، سال ۴، شماره ۴، صص ۹۷-۱۱۳.
- [۳۵] ولی پور، هاشم و خرم، علی. (۱۳۹۰). اثربخشی سازکارهای نظام راهبردی شرکت به منظور کاهش هزینه های نمایندگی، مجله حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره ۸، صص ۶۱-۷۵.
- [۳۶] هاتفی اردکانی، سیدحسین (۱۳۹۵). تحلیل تاثیر ابعاد حاکمیت شرکتی بر تصمیم گیری مدیریت مالی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اردکان.
- [۳۷] یعقوب نژاد، احمد؛ سعیدی، علی و روضه‌ای، منصوره (۱۳۸۸). برآورد ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صص ۱۰۵-۱۲۰.
- [38] Acharya, V.V., & Pedersen, L.H. (2005). "Asset pricing with liquidity risk", *Journal of Financial Economics*, Vol.77, No.2, pp.375-410.
- [39] Adrian, T. & Shin, H.Y. (2010). Liquidity and leverage, *Journal of Financial Intermediation*, Vol.19, No.3, pp.418-437.
- [40] Alaoui, A.O., Bacha, O.I., Masih, M. & Asutay, M. (2017). Leverage versus volatility: Evidence from the capital structure of European firms, *Economic Modelling*, Vol.62, pp.145-160.
- [41] Ali, S., Liu, B., Su, J.J., (2016). What determines stock liquidity in Australia? *Journal of Apply Economy*, Vol.48, pp.3329-3344.
- [42] Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). "Asset Pricing and Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics*, Vol.17, No.2, pp.223-249.

- [43] Andres, C., Cumming, D., Karabiber, T., Schweizer, D., (2014). Do markets anticipate capital structure decisions? Feedback effects in equity liquidity, *Journal of Corporate Finance*, Vol.27, pp.133-156.
- [44] Aragon, G.O., & Strahan, Ph. E. (2012). "Hedge funds as liquidity providers: Evidence from the Lehman bankruptcy", *Journal of Financial Economics*, Vol.103, No.3, pp.570-587.
- [45] Bhagat, S., Bolton, B. & Lu, J. (2015). Size, leverage and risk-taking of financial institutions, *Journal of Banking & Finance*, Vol.59, pp.520-537.
- [46] Chacko, G.C., Jurek, J.W., & Staord, E. (2008). "The Price of Immediacy", *Journal of Finance*, Vol.63, No.3, pp.1253-1290.
- [47] Chung, K.H., Elder, J., Kim, J.C., (2010). Corporate governance and liquidity, *Journal of Financ.Quant.Anal*, Vol.45, pp265-291.
- [48] Clayman, M.R., Fridson, M.S., Troughton, G.H., (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach*, seconded, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- [49] Dalgaard, R. (2009). "Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark", The MSc programme in Economics and Business Administration (Applied Economics and Finance), Copenhagen Business School, Master's Thesis.
- [50] George, T.J., & Hwang, C, Y. (2010). A resolution of the distress risk and leverage puzzles in the cross section of stock returns, *Journal of Financial Economics*, Vol.96, pp.56-79.
- [51] Goel, U., Chadha, S. & Sharma, A.K. (2015). Operating Liquidity and Financial Leverage: Evidences from Indian Machinery Industry, *Social and Behavioral Sciences*, Vol.189, pp.344-350.
- [52] Grecuhina, K., & Timofejeva, M. (2008). "The impact of liquidity providers on the Baltic Stock Exchange", Stockholm school of Economics in RIGA, Bachelor Thesis.
- [53] Imam, O.M. & Malik M. (2007). "Firm Performance and Corporate Governance through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market.", *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3, No. 4, pp. 88-110.
- [54] Jiang, C., Elyas, E. & Jingyi, J. (2011). Institutional Ownership Stability and Risk Taking Evidence from the Life-Health Insurance Industry.
- [55] Jun S.G, Marathe, A. and Shawky, H.A., (2003). "Liquidity and stock returns in emerging equity markets", *Emerging Markets Review*, Vol.4, No.1, pp.1-24.
- [56] Kaniel, R., Ozoguz, A., & Starks, L., (2012). "The high volume return premium: Cross-country evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.103, No.2, pp.255-279.
- [57] Kim, E., Han and Lu, Y. (2011). CEO ownership, external governance, and risk-taking, *Journal of Financial Economics*, 102, (2011), pp.272-292.
- [58] Laihomaki, M. (2010). "Family Firms, Share Liquidity and the Effect on Firm Value", Aalto University School of Economics, Master's thesis.
- [59] Lipson, M.L., Mortal, S., (2009). Liquidity and capital structure, *Journal of Finance Market*, Vol.12, pp.611-644.
- [60] Liu, W., (2006). "A liquidity augmented capital asset pricing model", *Journal of Financial Economics*, Vol.82, No.3, pp.631-71
- [61] Mahajan, A. and Tartaroglu, S. (2008). Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp.754-766.

- [62] Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B. & Haung, A. (2016). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence, Pacific-Basin Finance Journal, In Press, available at <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X16302669>
- [63] Niskanen, V.V. (2009). Estimating the Liquidity Premium of Equity Indices, Master's Thesis, Helsinki University of Technology.
- [64] Niskanen, V.V., "Estimating the Liquidity Premium of Equity Indices", Master's Thesis, Helsinki University of Technology, 2009.
- [65] Rhee, S.G. & Wang, j. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia, Journal of Banking & Finance, Vol.33, No.7, pp.1312-1324.
- [66] Su, D. (2004). Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol.14, No.1, pp.37-54.
- [67] Teodorovic, N. (2008). "Mathematical models of liquidity and price impact function", University of Novi Sad London, Department of Mathematics and Informatics, Master Thesis
- [68] Uddin, M.H., Hamid (2016). Effect of government share ownership on corporate risk-taking.
- [69] Udomsirikul, P., Jamreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). "Liquidity and capital structure", Journal of Multinational Financial Management, Vol.96, No.2, PP.215-237.
- [70] Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., (2011). Liquidity and capital structure: the case of Thailand, Journal of Multinational Finance Management, Vol.21, pp.106-117.
- [71] Verrier, T. (2010). "Selected Essays in Stock Market Liquidity", European Business School (EBS), Inaugural dissertation to obtain the academic degree Doctor rerum politicarum (Dr.rer.pol.)
- [72] Yan-li, W. and L. Chuan-zhe (2014). "Capital Structure, Equity Structure, and Technical Efficiency-Empirical Study Based on China Coal Listed Companies", Procedia Earth and Planetary Science, Vol. 1, No. 1, pp.1635-1640.