

رابطه نقد شوندگی سهام و حاکمیت شرکتی با اهرم مالی

نیز امامعلی زاده^۱، دکتر احمد محمدی^۲

^۱ گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه علوم تحقیقات تبریز، ایران

^۲ نویسنده عهده دار مکاتبات: ahmad.mohammady@iaut.ac.ir

چکیده

این تحقیق به بررسی تاثیر نقد شوندگی و حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی می‌پردازد. تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از لحاظ روش از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نقد شوندگی بر اهرم مالی تاثیر ندارد همچنین درصد مالکیت سهامداران نهادی و دوگانگی نقش مدیر عامل بر اهرم مالی تاثیر معنی داری نشان داد. اما درصد اعضای غیر موظف بر اهرم مالی تاثیر معنی داری نشان نداد.

واژه‌های کلیدی: نقد شوندگی، حاکمیت شرکتی، دوگانگی نقش مدیر عامل، درصد مالکیت، درصد اعضای غیر موظف.

۱. مقدمه

حاکمیت شرکتی میتواند نقش مهمی در ثبات بازارهای مالی و توسعه اقتصادی داشته باشد. محققان حاکمیت شرکتی با توجه به روابط حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، نتایج بحث انگیزی را ارائه کرده اند. سیستم قوی حاکمیت شرکتی ابزاری مهم برای کاهش تضاد منافع بین ذینفعان و مدیریت است. محققان تأکید می کنند که حاکمیت شرکتی به عنوان عاملی حیاتی در ثبات و رشد اقتصادی بازارهای مالی به رسمیت شناخته شده است (صبوحی و محمدزاده، ۱۳۹۶). در سال های اخیر پیشرفت های قابل ملاحظه ای در استقرار نظام راهبری (حاکمیت) شرکتی از طریق قانون گذاری و نظارت و نیز اقدامات داوطلبانه شرکت ها در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه صورت گرفته است. سرمایه گذاران و سهامداران آگاهی بیشتری درمورد ضرورت و اهمیت راهبری شرکتی یافته اند و نسبت به پی گیری استقرار این نظام در شرکت ها علاقه مند شده اند. برخی تحقیقات تجربی حکایت از رابطه مثبت نظام راهبری شرکتی و بازده شرکت ها دارد. دریک بیان کلی راهبری شرکتی، سیستم کنترل و هدایت شرکت است. سیستمی که ارتباط بین شرکت و ذینفعان آن را تعیین، کنترل و هدایت می نماید. راهبری شرکتی در سطح خرد دستیابی به اهداف شرکت و در سطح کلان تخصیص بهینه منابع را دنبال می کند. از طرفی مدیریت ریسک سنتی ثابت نموده که برای نجات سازمانها از اتفاقات غیرقابل پیش بینی (مثل فجایع طبیعی، فجایع ساخت بشر و رکود بازار) کافی نیست. امروزه سازمان ها برای خلق سود و ارزش در شرایط نامطمئن محیط تجاری باید ریسکهای بیشتر و بیشتری را بپذیرند (آچاریا، ۲۰۰۷). در دو دهه اخیر، اصول راهبری شرکتها یکی از جنبه های اساسی تجارت شده و توجه به آن روز به روز در حال افزایش است. بر اساس یافته های محققانی همچون بلک^۱ (۲۰۰۱)، کلابر و لاو^۲ (۲۰۰۳)، گامپرس و همکاران^۳ (۲۰۰۳) اصول راهبری شرکتها نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت ایفا می کند و ارتباط مستقیمی بین اصول راهبری شرکتها و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد. نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی صورت گرفته در سایر کشورها نیز نشان می دهد که اصول راهبری خوب شرکتها منجر به عملکرد بهتر شرکت می شود. یکی از عناصری که مرتبط با عملکرد شرکتها می باشد مبحث مدیریت مالیات است. چنانچه مدیریت بتواند نرخ موثر مالیات را در بلند مدت کاهش داده و مالیات کمتری پرداخت کند، مالیات را مدیریت نموده است. هرچه این امر بهتر انجام شود، عملکرد بهتری را برای مدیریت شرکت در پی خواهد داشت، زیرا منجر به افزایش سود خالص پس از مالیات و همچنین کاهش جریان های نقدی خروجی از بابت مالیات خواهد شد (گوپتا و نیوبری، ۱۹۹۷). همچنین هزینه های تعدیل اهرم مالی به میزانی است که شرکتها اقدام به تعديل نسبت بدھی خود به سمت اهرم هدف نمیکنند. این نگرش مبنی بر نظریه توازنپویا است. بر این اساس شرکتها به جای اهرم هدف، برای خود دامنه بهینه ای متصور می شوند تا به بیشینه ارزش شرکت دست یابند. زیرا در شرکتهایی که هزینه حقوق صاحبان سهام نسبت به انحراف اهرم مالی حساس تر است، مدیران به منظور کاهش هزینه سرمایه، سریعتر به کاهش انحراف از اهرم هدف اقدام می کنند (دولو و ونکی، ۱۳۹۷). از طرفی میزان نقدشوندگی سهام بر تصمیمات سرمایه گذاران در تشکیل پرتفوی سرمایه گذاری مؤثر است. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران منطقی برای سهامی که نقدشوندگی کمتری دارد، صرف ریسک بیشتری را مطالبه می کنند و بازده مورد انتظار آنها بیشتر خواهد بود. بنابراین، رابطه منفی بین نقدشوندگی و بازده سهام در سطح ساختارهای کوچک وجود دارد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۲). خود نقدشوندگی نیز تابع عوامل مختلفی است که یکی از مهمترین آن ها کیفیت اطلاعات است. که با تمرکز نیاز استفاده کننده و تهییه اطلاعات با کیفیت می توان سرمایه گذاران را در امر تصمیم گیری یاری رساند. بر این اساس در ادامه مبانی نظری و توسعه فرضیه ها، روش پژوهش، یافته های پژوهش و در ادامه نتیجه گیری و پیشنهادات ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری و توسعه فرضیه ها

پس از پیدایش مشکلات نمایندگی، به منظور حفظ منافع عمومی باید اطلاعات مصون سازی می شد و منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار می گرفت. از سازوکارهای گوناگونی در این خصوص استفاده شد، مانند کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری،

کنترلهای داخلی، وجود مدیران غیر موظف هیات مدیره، به کارگیری رویه های بلند مدت پاداش، با این وجود نه تنها مشکلات کمتر نشد بلکه بر پیچیدگی های آن افزوده شد. شاید دلیل این پیچیدگی بهره نبردن از حاکمیت شرکتی است(بادآور نهندي و همكاران، ۱۳۹۴). مطابق با ادبیات موجود، مکانیزم های راهبری شرکتی باید بتواند فعالیت های اجتناب از مالیات را در راستای حداکثر کردن ثروت فعالان بازار سرمایه هدایت کند. با توجه به این که از یک سو، تمرکز راهبری شرکتی روی هیئت مدیره بوده و وظیفه هیئت مدیره، حداکثر کردن ثروت سهامداران است و از سوی دیگر این دیدگاه وجود دارد که اجتناب از مالیات می تواند ابزاری برای افزایش ثروت سهامداران باشد، انتظار می رود هر چه مکانیزم های راهبری شرکتی قوی تر باشد، اجتناب از مالیات بیشتری انجام گیرد. از طرفی اگر دیدگاه تئوری نمایندگی مطرح باشد، به دلیل آنکه راهبری شرکتی بر شفافیت اطلاعات و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی تاکید دارد، انتظار می رود راهبری شرکتی خوب بتواند با استفاده از مکانیزم های نظارتی و راهبری، سوء استفاده از اجتناب از مالیات را کاهش دهد. به طور کلی، راهبری شرکتی بیان می دارد که چگونه شرکت ها اداره، هدایت و کنترل شوند. بدین معنا که باید معیارهایی را برای کنترل و هدایت مدیریت تعیین نمود. موضوعاتی که در حال حاضر در راهبری شرکتی مورد توجه قرار دارند عبارتند از:

۱. جدا کردن مدیریت اجرایی از هیئت مدیره به منظور اطمینان از اینکه هیأت، مدیریت را هدایت و بر آن نظارت می کند، شامل جدایی نقش های هیئت مدیره و مدیر عامل.
۲. اطمینان از اینکه هیئت مدیره دارای ترکیبی موثر از مدیران موظف و غیر موظف است.
۳. ایجاد استقلال برای حسابرسان و در نتیجه مشروعيت بیشتر برای گزارشگری مالی از طریق ایجاد کمیته حسابرسی(بیک بشرویه، ۱۳۹۰)

نظام حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، 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 های احتمالی می باشد. وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی، تضمین کننده منافع سرمایه گذاران، اعتبار دهنده گان، مشتریان و سایر افراد ذینفع است و زمینه تحقق آن از طریق اتخاذ تصمیمات بهینه توسط هیات های اجرایی و تدوین مقررات لازم الاجرا فراهم می شود (جبار زاده کنگر لویی ، ۱۳۹۰). نقدشوندگی یکی از مهمترین معیارهای مورد توجه سرمایه گذاران می باشد. نقدشوندگی دارایی ها عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۷). اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یکی از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه محسوب می شود. اکثر سرمایه گذاران (با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقد شونده ترجیح می دهند. از ویژگی اصلی بازار های نقد (دارای نقدشوندگی بالا)، اندک بودن فاصله قیمت های پیشنهادی خرید و فروش است. هر چه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می رسند و حجم معاملات سهام افزایش می یابد و این امر منجر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام می شود. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه، تشکیل می شود. هزینه های اجرای سفارش، هزینه های نگهداری موجودی و هزینه های انتخاب نادرست. هزینه های انتخاب نادرست که جزء بسیار با اهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام هستند ناشی از عدم تقارن اطلاعات در مورد سهام شرکت هستند (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵). به اعتقاد گرگوریو و انجین^۵ (۲۰۱۰) نقدشوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد. از نظر او اهمیت نقدشوندگی سهام در ارتباط مثبت و معنی دار بین هزینه های معاملاتی و پاداش سرمایه گذاران خود را نشان می دهد. از نظر رایین^۶ (۲۰۰۷) نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. با وجود آن که این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک به نظر می رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می شود، به این معنی که در عین سادگی درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه گیری و محاسبه آن

پیچیده است. یکی از مهمترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه‌های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت گذاری دارایی‌ها می‌باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آن‌ها دارد. در واقع نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجود نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد، چرا که سرمایه گذاران ریسک گریز برای جبران ریسکی که متحمل می‌شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می‌دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می‌باشد سرمایه گذاری نمایند، از این رو ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم‌های اصلی بازار مالی است که حداکثر ثروت سهامداران به آن وابسته است (صرفری، ۱۳۸۹). لذا قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چقدر سهمی را بتوان سریعتر و با هزینه کمتری به فروش رساند، می‌توان گفت که آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می‌شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نهایت ریسک کمتری دارند (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹). هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر این که بازده بیشتری عاید دارنده آن شود. نقدشوندگی تابعی از توانایی انجام معامله سریع با حجم بالایی از اوراق بهادار و هزینه پایین است. به این معنی که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (لیو^۷، ۲۰۰۶). درجه نقدشوندگی یک سرمایه گذاری وقتی پایین است که قیمت منصفانه آن به سرعت به دست نماید. میزان نقدشوندگی سهام بر تصمیمات سرمایه گذاران در تشکیل پرتفوی سرمایه گذاری مؤثر است. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران منطقی برای سهامی که نقدشوندگی کمتری دارد، صرف ریسک بیشتری را مطالبه می‌کنند و بازده مورد انتظار آن‌ها بیشتر خواهد بود. بنابراین، رابطه منفی بین نقدشوندگی و بازده سهام در سطح ساختارهای کوچک وجود دارد. زیرا نقدشوندگی کمتر مساوی با ریسک بیشتر است و ریسک بیشتر همراه با بازده بیشتر است. اما در سطح کلان و در سطح یک کشور انتظار می‌رود، هر چه نقدشوندگی سهام بیشتر می‌شود در بر گیرنده اطلاعات جدیدی برای تغییرات تدریجی سهام باشد که به بالا رفتن سطح بازده منجر خواهد شد (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹). نقدشوندگی از دیرباز به عنوان یک معیار با اهمیت جهت معاملات اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. تعریف و اندازه گیری نقدشوندگی آسان نیست، اما به طور کلی نقدشوندگی، توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت تعريف می‌شود (کرباسی بزدی و دریاباری، ۱۳۹۴). پژوهش‌های اخیر اظهار می‌دارد که، افزایش گزارشگری مالی می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی نظیر افزایش کارایی سرمایه گذاری‌ها را به همراه داشته باشد (لامبرت و همکاران، ۲۰۰۶^۸). بر اساس نظریه توازن ساختار سرمایه، هر شرکت از نسبت بدھی منحصر به فردی برخوردار است که ارزش شرکت را حداکثر کرده که اهرم بهینه خوانده می‌شود و منجر به تهاهن هزینه‌ها و منافع حاصل از بدھی می‌گردد. رنسخه توسعه یافته نظریه توازن، یک منفعت و دو هزینه دیگر مطرح می‌گردد. منفعت عبارت است از کاهش هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، زیرا بهره و اصل بدھی از تعهدات ثابت شرکت بوده فلذ استفاده از بدھی فرصت اتلاف منابع شرکت، توسط مدیران را کاهش می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۹^۹). هزینه‌های اضافی عبارت اند از (۱) مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه؛ با افزایش بدھی شرکت، انگیزه سهامداران برای رد پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت افزایش می‌یابد. زیرا مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران به اعتباردهندگان منتقل می‌شود، در نتیجه شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند از فرصت‌های رشد کمتری برخوردارند. (۲) مشکل جایگزینی دارایی، یکی از هزینه‌های نمایندگی بوده و هنگامی رخ می‌دهد که مدیران دارایی‌های پر ریسک را جایگزین دارایی‌های کم‌ریسک (دارایی‌های ثابت مشهود) می‌کنند و باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. آزمون تجربی نظریه توازن ایستا، شامل رگرسیون مقطعی اهرم بر متغیرهایی است که شاخص اندازه‌گیری عوامل فوق‌الذکر می‌باشد. هنگامی که ساختار سرمایه بهینه تعريف می‌شود، شرکت‌ها

در جهت رسیدن به آن تلاش می‌کنند. انحرافات ساختار سرمایه فعلی نسبت به ساختار بهینه به تدریج و در طی زمان حذف می‌شود و ساختار سرمایه تعديل می‌گردد. شرکت‌ها به منظور تعديل ساختار سرمایه از سرعت تعديلی برخوردارند و این سرعت تعديل در میان شرکت‌های مختلف، متفاوت است. به عبارت دیگر، در چارچوب مدل پویا شرکت سعی می‌کند میزان اهرم مالی خود را در زمان‌های مختلف تعديل کند. البته، تعديل ساختار سرمایه متنضم هزینه‌هایی است در نتیجه شرکت‌ها زمانی به تعديل ساختار سرمایه می‌پردازند که منافع حاصل از تعديل ساختار سرمایه بر هزینه‌های آن برتری داشته باشند (بولو و بسطامی، ۱۳۹۷). متدالوں ترین تعریف اهرم، نسبت کل بدھی به کل دارایی‌هاست. این نسبت نشان می‌دهد که چه میزان از دارایی‌های شرکت از طریق بدھی تأمین مالی شده است. اهرم، در نتیجه استفاده بیشتر از وجوده یا دارایی ثابت است که برای افزایش بازده سهامداران مورد استفاده قرار می‌گیرد. افزایش در اهرم از یکسو موجب افزایش بازده و از سوی دیگر موجب افزایش ریسک خواهد شد. کاهش در اهرم نیز موجب کاهش در بازده و ریسک می‌شود. انواع اهرم عبارت‌اند از: (۱) اهرم عملیاتی: بیانگر درصد تغییر در سود قبل از بهره و مالیات در مقابل یک درصد تغییر در فروش است. (۲) اهرم مرکب: حاکی از رابطه بین سود عملیاتی و سود هر سهم است، یعنی نشان‌دهنده میزان تغییر سود هر سهم در مقابل یک درصد تغییر در فروش است. (۳) اهرم مالی: رابطه بین سود عملیاتی و سود هر سهم است. به عبارت دیگر، درصد تغییر سود هر سهم در مقابل یک درصد تغییر در سود قبل از بهره و مالیات است. درجه اهرم مالی با هزینه بهره، سود سهام ممتاز و نرخ مالیات رابطه مستقیم دارد، یعنی با افزایش این اقلام درجه اهرم مالی افزایش خواهد یافت، هرچه هزینه ثابت مالی بیشتر افزایش باید درجه اهرم مالی نیز افزایش می‌یابد. در سطوح مختلف سود قبل از بهره و مالیات، درجه اهرم مالی متفاوت است و با افزایش سود قبل از بهره و مالیات درجه اهرم مالی کاهش می‌یابد. اگر سود قبل از بهره و مالیات صفر باشد درجه اهرم مالی برابر صفر است. اهرم مالی توجیه‌کننده تغییرات سود هر سهم در مقابل تغییرات سود قبل از بهره و مالیات است. اهرم مالی بیانگر ساختار مالی شرکت است، در شرکت‌هایی که ساختار مالی آن‌ها دارای درجه اهرم مالی بالاتری است، تغییرات سود هر سهم از شدت بیشتری برخوردار است و دارای ریسک مالی بالاتری می‌باشد (تهرانی، ۱۳۸۹). از سوی دیگر امروزه سرمایه گذاران، اعتباردهنگان و سایر اشخاصی که با در نظر گرفتن مفروضات خاص و با مشخص کردن نحوه استنباط یا پنداشت خود و بر اساس اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی تصمیم‌گیری می‌نمایند خواستار آن هستند که سرمایه‌های خود را در فعالیتی بکار اندازند که روز به روز افزایش یافته و به حداقل بررسد. به همین دلیل به دنبال فرصت‌های سرمایه گذاری هستند که بیشترین ثروت را برای آنان خلق می‌کند.

۳. پیشینه تجربی

فروغی و قجاوند (۱۳۹۱) پژوهشی با عنوان تأثیر کیفیت اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران را انجام دادند. در این پژوهش، تعداد ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفت. برای تعیین کیفیت اطلاعات حسابداری از دو متغیر کیفیت اقلام تعهدی و دقت پیش‌بینی درآمد هر سهم استفاده گردید. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین کیفیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد. حساسیت یگانه و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدھی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران پرداختند. به منظور انجام این پژوهش، ۱۲۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ پژیرفته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هیچ یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدھی مؤثر بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر منفی نبوده‌اند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان جذب بدھی بوده‌اند. عسگرزاده (۱۳۹۴) به بررسی رابطه اهرم مالی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران پرداخت. به منظور تأمین رابطه عوامل مورد بررسی، تعداد ۱۶۳ شرکت از بین جامعه آماری انتخاب گردید

که اطلاعات مورد نیاز آن برای یک دوره پنج ساله (۱۴۰۲ - ۱۴۰۸) قابل دسترسی بود. نتایج حاصله حاکی از وجود رابطه معناداری و مستقیم بین نقد شوندگی سهام با اهرم مالی و رابطه منفی بین خطبه نقد شوندگی سهام راه اندازی شرکت است. بدین معنا که شرکت هایی که دارای اهرم مالی بالاتری هستند از نقد شوندگی کمتری برخوردار بود ضمن آن که شرکت های کوچک تر نسبت به شرکت های متوسط و بزرگ دارای نقد شوندگی کمتری می باشند. کریمی و همکاران(۱۳۹۶) به بررسی تاثیر اهرم مالی بر نقد شوندگی عملیاتی شرکت ها در چارچوب مدل(GOEL) پرداختند. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بوده که حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۱۱۸ شرکت می باشد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد اهرم مالی بر بازده دارایی ها تاثیر مستقیم دارد. همچنین این نتایج نشان می دهد اهرم مالی بر نسبت جاری و چرخه تبدیل وجه نقد تاثیر معکوس دارد. مضافاً اینکه اهرم مالی بر حاشیه جریانهای نقدی تاثیری ندارد. آرپینگ و ساوترب^۱(۲۰۱۰) در ارتباط با نمونه تحت بررسی خود دریافتند که مؤسسات هلندی به طور قابل ملاحظه ای بدھی شان را پس از انجام اصلاحات و بهبود در ساختار حاکمیت شرکتی کاهش داده اند. حسن و بوت^{۱۱}(۲۰۰۹) در مطالعه ای با عنوان تأثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پاکستانی نشان دادند که اندازه هیئت مدیره و سهامداران نهادی به طور قابل ملاحظه ای با نسبت بدھی به حقوق صاحبان سهام، رابطه منفی دارد. هواکیمیان و لی^{۱۲}(۲۰۱۱) اهرم بهینه را از طریق معیارهایی مانند سودآوری، دارایی های مشهود، هزینه های تحقیق و توسعه، اندازه شرکت و فرصت های رشد طی سال های ۱۹۷۰-۲۰۰۷ تخمین زدند. آن ها از نسبت بدھی کوتاه مدت به اضافه بدھی بلندمدت به مجموع دارایی ها به عنوان معیار اندازه گیری اهرم مالی استفاده کردند. نتایج مطالعات آن ها نشان می دهد اهرم مالی با عواملی نظیر اندازه شرکت، دارایی های مشهود و هزینه های استهلاک افزایش پیدا می کند اما فرصت های رشد، سودآوری و هزینه های تحقیق و توسعه اهرم مالی را کاهش می دهد. همچنین آن ها با استفاده از داده های واقعی و شبیه سازی به آزمون تعديل ساختار سرمایه هدف پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدند که شرکت ها دارای نسبت بدھی هدف بوده و نسبت بدھی هدف خود را به صورت دوره ای تعديل می کنند. در این تحقیق سرعت تعديل ساختار سرمایه ۵ تا ۸ درصد به دست آمد. ویت و همکاران^{۱۳}(۲۰۱۲) ساختار سرمایه را براساس نظریه توازن پویا طی سال های ۱۹۹۶-۲۰۰۳ در انگلستان بررسی کردند. شاخص های برآورد ساختار سرمایه بهینه مانند فرسته های رشد، سودآوری و سپر مالیاتی غیر بدھی بر اهرم مالی اثر معکوس دارد، اما ساختار دارایی ها و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مستقیم و معناداری دارد. آن ها دریافتند شرکت هایی با فرسته های رشد بالا از اهرم مالی کمتری استفاده می کنند. همچنین شرکت هایی که سرمایه بالایی دارند یا نوسانات سود آن ها پایین است، با سرعت بیشتری اهرم مالی فعلی خود را به اهرم مالی بهینه تعديل می کنند و ضریب سرعت تعديل ساختار سرمایه را ۵۳ درصد برآورد کردند. دنگ و گارت^{۱۴}(۲۰۱۵) بیان می کنند تحقیقات پیشین بر این فرض استوار است که در هر سال همه شرکت ها با سرعتی یکسان به سمت اهرم بهینه حرکت می کنند. به عبارت دیگر سرعت تعديل ساختار سرمایه در تمامی شرکت ها مشابه است. حال آن که نتایج دنگ و گارت نشان می دهد که سرعت تعديل، مختص هر شرکت است و سرعت تعديل ساختار سرمایه از شرکتی با شرکت دیگر متفاوت است و شرکت هایی دارای بیشترین سرعت تعديل هستند که در بالای اهرم هدف قرار دارند و همچنین از کسری تأمین مالی برخوردار هستند؛ زیرا چنین شرکت هایی در تأمین مالی، بیشتر در مضيقه هستند.

بنابراین با توجه به مباحث مطروحه، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین می گردد؛

فرضیه اول: نقد شوندگی سهام با اهرم مالی ارتباط دارد.

فرضیه دوم: درصد مالکیت سهامداران نهادی با اهرم مالی ارتباط دارد.

فرضیه سوم: درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با اهرم مالی ارتباط دارد.

فرضیه چهارم: دوگانگی نقش مدیر عامل با اهرم مالی ارتباط دارد.

۴. روش پژوهش

این پژوهش از نظر روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی علی پس از وقوع است. همچنین این پژوهش از نظر هدف، در زمرة پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. داده‌های مربوط به بورس اوراق بهادر از نرم افزار ره آورد نوین جمع‌آوری می‌شود. بعد از جمع‌آوری مورد از طریق نرم افزارهای موجود، باورود اطلاعات به اکسل از توابع این نرم افزار برای محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده می‌شود. نتایج حاصل از اندازه‌گیری متغیرها به منظور محاسبات آماری وارد نرم افزار EVIEWS می‌شود و با استفاده از این نرم افزار، رابطه بین متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون رگرسیون خطی استفاده شده است.

۵. جامعه آماری و نمونه پژوهش

هدف از انجام هر پژوهش، شناخت و پیش‌بینی یک پدیده، در یک جامعه آماری است. برای بدست آوردن شناخت از آن پدیده، نمونه‌ای از آن جامعه انتخاب می‌شود و تجزیه و تحلیل‌ها بر روی آن نمونه منتخب انجام می‌گیرد و سپس نتایج به کل جامعه آماری تعمیم داده می‌شود. در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می‌شوند.

۱. سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.
 ۳. شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری مالی و بیمه نباشند.
 ۴. اطلاعات و داده‌های آنها در دسترس باشد.
 ۵. معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادر تهران صورت گرفته باشد و توافق معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد
- با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران در مجموع ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است.

نگاره(۱): چگونگی انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران	۴۰۸
کسر می‌شود:	
تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد و یا طی دوره تحقیق تغییر سال مالی داده باشند.	(۸۹)
تعداد شرکت‌هایی که در گروه شرکت‌های هلدینگ، سرمایه گذاری و یا واسطه گری‌های مالی بوده اند.	(۴۱)
تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات کامل آن‌ها در دسترس نمی‌باشد.	(۱۱۵)

(۱۰۷)

تعداد شرکت های که بیش از سه ماه توقف معاملاتی داشته اند.

۱۲۸

تعداد شرکت های نمونه

۶. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

۶.۱. مستقل: حاکمیت شرکتی

درصد مالکیت سهامداران نهادی (INS_{it}) : بیانگر درصد سهامداران نهادی شرکت A در سال t می باشد. برای این منظور درصد مالکیت بانکها، بیمه، صندوق های بازنیستگی، شرکت های سرمایه گذاری و شرکت هایی که فعالیت اصلی و تخصص آنها سرمایه گذاری می باشد، در پایان سال محاسبه و منظور خواهد شد.

دوگانگی نقش مدیر عامل: اگر مدیر عامل در شرکت رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ میگیرد.

درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره (Independent_{it}): بیانگر درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره شرکت A در سال t می باشد که مبین میزان استقلال هیئت مدیره می باشد (قدرتی و فیضی، ۱۳۹۴).

۶.۲. متغیر مستقل: نقد شوندگی سهام

نسبت عدم نقدشوندگی امیهود (اثر قیمتی): سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی امیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات (شامل تعداد سهام معامله شده در یک بازده زمانی است که معمولاً به صورت یکساله برای شرکت ها از ره اورد قابل استحراج می باشد) در یک بازده زمانی معین به دست می آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است (مراد زاده فرد و ابوحمزه، ۱۳۹۰).

$$Amihud = \frac{\text{بازده}}{\text{حجم معاملات}}$$

۶.۳. متغیر وابسته: اهرم مالی

اهرم عبارت است از وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت می باشد. منظور از اهرم مالی میزان بدھی های شرکتها است. هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود. تحقیقات نشان می دهد که ریسک نیز می تواند از عوامل موثر در این زمینه باشد. در این تحقیق، از نسبت کل بدھی به کل دارایی به عنوان شاخص اهرم مالی استفاده می شود. (بولو و بسطامی، ۱۳۹۷).

۶.۴. متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی دارایی ها

بازده دارایی (ROA_{it}): بیانگر بازده دارایی شرکت A در سال t می باشد. که از طریق تقسیم سود سالیانه به کل دارایی شرکت محاسبه می شود.

۷. یافته های پژوهش

۱. یافته های توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه آماری، ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به صورت حلاصه در نگاره (۲) آمده است:

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار
درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره	INDEPEND	۶۶/۸۷	۶۰	۱۰۰	۰	۱۹/۶۳
درصد مالکیت سهامداران نهادی	INS	۰/۵۷	۰/۵۷	۰/۸۸	۰/۲۱	۰/۱۴
بازدہ دارایی	ROA	۰/۱۳	۰/۱۱	۰/۶۷	-۰/۶۵	۰/۱۳
اهم مالی	lev	۰/۵۱۲	۰/۱۱۵	۰/۱۷۸	-۱/۸۹۱	۰/۳۲۵
اندازه شرکت	size	۱۳/۴۵۲	۱۳/۵۱۹	۱۸/۱۰۲	۸/۴۱۱	۱/۵۸۶
نقد شوندگی سهام	Amihod	۰/۸۴۹	۰/۰۱۸	۶۹/۹۰۲	۰/۰۰۰	۴/۷۵۵
تعداد مشاهدات	obs	۷۶۸	۷۶۸	۷۶۸	۷۶۸	۷۶۸
دوگانگی نقش مدیر عامل	doganeghi	فرابانی	درصد فراوانی			
دارای نقش دوگانه	۱	۱۰۲	۲/۴۹			
بدون نقش دوگانه	۰	۱۰۵۰	۹۷/۵۱			

توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات سال-شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۷۶۸ مشاهده بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می‌توان شاخص‌های بالا را به شاخص‌های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص‌ها تقسیم نمود، که شاخص‌های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص‌ها عبارت از شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می‌باشد.

۲.۷ تعیین الگوی برآشش داده‌های پژوهش

نگاره (۳): نتایج آزمون اف لیمر

عنوان مدل	$F_{آماره}$	احتمال	مقایسه با $0,05$	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۳/۲۵	۰,۰۰۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی
فرضیه دوم	۳/۲۷	۰,۰۰۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی
فرضیه سوم	۳/۱۸	۰,۰۰۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی
فرضیه چهارم	۳/۲۸	۰,۰۰۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی

چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای $\alpha = 0,05$) آماره F محاسبه شده از معادله رگرسیون کوچکتر از مقدار F بدست آمده از نگاره باشد فرض H_0 (مدل تلفیقی مناسب می‌باشد) را نمی‌توان رد کرد و در غیر اینصورت H_1 (مدل تلفیقی مناسب نمی‌باشد) رد می‌شود. مطابق با نگاره (۳) سطح معنی داری آماره F برای مدل‌های رگرسیونی تحقیق از $0,05$ کوچکتر می‌باشند. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت فرعی H_0 (مدل تلفیقی) رد و مدل ترکیبی تایید می‌شود.

نگاره (۴): نتایج آزمون هاسمن

عنوان مدل	$\chi^2_{آماره}$	احتمال	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۲۶/۷۶	۰/۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه دوم	۲۷/۹۳	۰/۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه سوم	۲۴/۷۶	۰/۰۰۱	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه چهارم	۲۹/۷۳	۰/۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت

چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای $\alpha = 0,05$) آماره χ^2 محاسبه شده از معادله رگرسیون کوچکتر از مقدار χ^2 بدست آمده از نگاره باشد فرض H_0 (مدل ترکیبی با اثرات تصادفی مناسب می‌باشد) را نمی‌توان رد کرد و در غیر اینصورت H_1 (مدل ترکیبی با اثرات ثابت می‌باشد) رد می‌شود. به عبارت دیگر اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن از $0,05$ بزرگتر باشد مدل با اثر تصادفی و اگر سطح معنی داری این آزمون از $0,05$ کوچکتر باشد مدل ترکیبی با اثر ثابت استفاده می‌شود. با توجه به آزمون

هاسمن درنگاره(۴) برازش مدل‌های رگرسیونی این پژوهش با استفاده از تخمین مدل داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت برای مدل مناسب خواهد بود.

۳.۷ آمار استنباطی

فرضیه اول بیان می‌دارد: نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه رگرسیون زیر برآورد می‌شود:

$$lev_{it} = \beta_1 + \beta_2 amihod_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

H: نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر ندارد.

H₀: نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره(۵): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: اهرم مالی				
Prob	آماره t	ضریب	نماد	متغیر
۰/۲۶	-۱/۱۰	-۰/۰۵	C	مقدار ثابت
۰/۷۲	-۰/۳۵	-۷/۳۶	Amihod	نقد شوندگی
۰/۰۵	۱/۹۳	۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۰/۲۲	۱/۲۰	۰/۰۴	ROA	بازده دارایی
۰/۲۹	ضریب تعیین R ²	۳/۳۳	F	آماره
۰/۲۰	ضریب تعیین تعدلیل شده R ² A	۰/۰۰۰	سطح معنی داری F(Prob)	
۲/۱۰۴	آماره دوربین واتسون D.W			

نتایج نگاره(۵) نشان می‌دهد نقدشوندگی سهام با ضریب(-۷/۳۶) و معنی داری(۰/۰۷۲) تاثیر معنی داری بر اهرم مالی ندارد. و از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اندازه شرکت با احتمال(۰/۰۵) با اطمینان ۹۵ درصد تاثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی دارد. و فرضیه صفر مبنی بر اینکه نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی ندارد، تایید می‌شود، و فرضیه اصلی تایید نمی‌گردد.

آزمون مدل فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه رگرسیون زیر برآورد می‌شود:

$$lev_{it} = \beta_1 + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

H: درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر ندارد.

H_1 : درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر دارد.

مگاره(۶): آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: اهرم مالی

Prob	t آماره	ضریب	نماد	متغیر
۰/۳۲	-۰/۹۸	-۰/۰۴	C	مقدار ثابت
۰/۰۱	-۲/۳۳	-۰/۰۰۰۱	INS	درصد مالکیت سهامداران نهادی
۰/۰۶	۱/۸۷	۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۰/۲۲	۱/۲۰	۰/۰۴	ROA	بازده دارایی
۰/۲۹	ضریب تعیین (R^2)	۳/۳۲	F آماره	
۰/۲۰	ضریب تعیین تعدیل شده ($R^2 A$)	۰/۰۰۰	F(Prob)	سطح معنی داری (F(Prob))
۲/۱۰۲	آماره دوربین واتسون (D.W)			

نتایج نتایج نگاره(۶) نشان می‌دهد درصد مالکیت نهادی با ضریب (۰/۰۰۰۱) و معنی داری (۰/۰۱) تاثیر معنی داری بر اهرم مالی دارد. و از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اندازه شرکت با احتمال (۰/۰۰۶) با اطمینان ۹۵ درصد تاثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی دارد. و فرضیه صفر مبنی بر اینکه درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر ندارد، رد می‌شود، و فرضیه اصلی تایید می‌گردد.

آزمون مدل فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اهرم مالی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه رگرسیون زیر برآورد می‌شود:

$$lev_{it} = \beta_1 + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

H: درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اهرم مالی تاثیر ندارد.

H₁: درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره(۷):نتیجه آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: اهرم مالی				
Prob	t آماره	ضریب	نماد	متغیر
۰/۲۴	-۱/۱۷	-۰/۰۵	C	مقدار ثابت
۰/۴۰	-۰/۸۳	-۰/۰۱	INdep	درصد اعضای غیر موظف
۰/۰۴	۱/۹۹	۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۰/۱۷	۱/۳۵	۰/۰۴	ROA	بازده دارایی
۰/۲۹	ضریب تعیین(R ²)	۳/۲۱	F	آماره
۰/۲۰	ضریب تعیین تعديل شده(R ² A)	۰/۰۰۰	سطح معنی داری F(Prob)	
۲/۱۰۱	آماره دوربین واتسون(D.W)			

نتایج نتایج نگاره(۷) نشان می‌دهد درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره با ضریب(۱/۰۱) و معنی داری(۰/۰۴) تاثیر معنی داری بر اهرم مالی ندارد. واژ بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اندازه شرکت با احتمال(۰/۰۴) با اطمینان ۹۵ درصد تاثیر معنی داری بر اهرم مالی دارد. و فرضیه صفر مبنی بر اینکه درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اهرم مالی تاثیر ندارد، تایید می‌شود، و فرضیه اصلی تایید نمی‌گردد.

آزمون مدل فرضیه چهارم

فرضیه چهارم بیان می‌دارد: دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه رگرسیون زیر برآورد می‌شود:

$$lev_{it} = \beta_1 + \beta_2 Doganeghi_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

H: دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر ندارد.

H₁: دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره(۸):نتیجه آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته: اهرم مالی				
Prob	t آماره	ضریب	نماد	متغیر
۰/۵۴	-۰/۶۱	-۰/۰۲	C	مقدار ثابت
۰/۰۰۴	-۲/۸۳	-۰/۰۰۰۴	Doganeghi	دوگانگی نقش مدیر عامل
۰/۰۴	۲/۰۰۷	۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۰/۲۵	۱/۱۴	۰/۰۳	ROA	بازده دارایی
۰/۳۰	ضریب تعیین (R ²)	۳/۳۸	F	آماره
۰/۲۱	ضریب تعیین تعديل (R ² A) شده	۰/۰۰۰	سطح معنی داری (F(Prob)	
۲/۱۰۹	آماره دوربین (D.W)			

نتایج نتایج نگاره(۸) نشان می‌دهد دوگانگی نقش مدیرعامل با ضریب(-۰/۰۰۰۴) و معنی داری(0/۰۰۰۴) تاثیر منفی و معنی داری بر اهرم مالی دارد. و همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اندازه شرکت با احتمال (0/۰۴) با اطمینان ۹۵ درصد تاثیر معنی داری بر اهرم مالی دارد. و فرضیه صفر مبنی بر اینکه دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر ندارد، رد می‌شود، و فرضیه اصلی تایید می‌گردد.

۸.نتیجه گیری و پیشنهادات

بخش نتیجه گیری اخرين بخش از انجام تحقیق می باشد. که در آن محقق با استفاده از اطلاعات آماری که کسب کرده می تواند نسبت به تحقیق که انجام داده اظهار نظر و نتیجه گیری نماید. این نتیجه گیری آخرین تاثیر را هم از حیث سبک نگارش

و هم از جهت محتوا باید به خواننده القا نماید. لذا در پایان هر فعالیت پژوهشی پس از آزمون فرضیات، می باشد نتایج کار خود را ارائه دهد. در ادامه تحلیل نتایج فرضیه ها و نتیجه گیری کلی بیان شده است و در نهایت پیشنهادات و محدودیت های تحقیق ذکر شده است.

نتایج نشان می دهد نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر ندارد. نتایج تحقیق جنسن(۲۰۰۵) بیان می کنند که افزایش اهرم مالی به دلیل فشار ناشی از قراردادهای بدھی، باعث کاهش رفتار فرصت طلبانه از سوی مدیران می شود و به عبارت دیگر آنها را محظوظ تر می کند. فرضیه دوم بیان می دارد: درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر دارد. نتایج نشان می دهد درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی دارد. همچنین فرضیه سوم بیان می دارد درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره بر اهرم مالی تاثیر دارد. نتایج نشان می دهد درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره تاثیر منفی و معنی داری بر اهرم مالی دارد. یک از جنبه های با اهمیت این پژوهش، استفاده از عملکرد گذشته شرکتها بعنوان یکی از معیارهای اندازه گیری هزینه نمایندگی اضافی و همچنین کفایت حاکمیت شرکتی می باشد. و فرضیه چهارم بیان می دارد: دوگانگی نقش مدیر عامل بر اهرم مالی تاثیر دارد. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات کریمی و همکاران(۱۳۹۶)، دنگ و گارت (۲۰۱۵)، بویت و همکاران (۲۰۱۲)، حساس بگانه و همکاران(۱۳۹۴) همخوانی دارد. استقراض یکی از گزینه های مطلوب برای مدیران است. اما آنچه اعتبار دهنده کان در خصوص اعطای اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام توسط وام گیرنده است. بدین منظور اعتبار دهنده کان برای ارزیابی توان مالی شرکتها، صورتهای مالی و به ویژه رقم سود را مورد بررسی قرار می دهد. اما آنچه موجب نگرانی آنها در این زمینه می شود، امکان مداخله نادرست مدیریت در محاسبه سود است که باعث کاهش کیفیت سود گزارش شده می شود. تامین مالی از طریق بدھی به علت صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر آن در مقایسه با بازده سهامداران، راه حل مطلوب تری برای تامین مالی محسوب می شود. اما آنچه برای اعتبار دهنده کان در خصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام گیرنده می باشد. عموماً یکی از راهکارهایی که اعتبار دهنده کان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می کنند، بررسی صورتهای مالی شرکتها است، که در این میان صورت سود و زیان و به ویژه رقم سود قبل از بهره از اهمیت خاصی برخوردار است. اما آنچه موجب دغدغه خاطر اعتبار دهنده کان در استفاده از سود حسابداری شده است، محاسبه این رقم با استفاده از رویکرد تعهدی است. براساس این رویکرد، با تحقق درآمدها و وقوع هزینه ها و بدون توجه به زمان مبادله وجه نقد، سود شناسایی می شود. لذا در محاسبه سود از پیش بینی ها و برآوردها استفاده می گردد که این امر دستکاری سود توسط مدیریت را امکان پذیر ساخته و کیفیت سود گزارش شده، یعنی توانایی سود در پیش بینی جریان های نقدی آتی را مورد تردید قرار می دهد. اگر سود، جریان های نقدی آینده را به گونه ای دقیق تر پیش بینی نماید، اعتبار دهنده کان ریسک کمتری خواهد داشت؛ زیرا می توانند ریسک قدرت پرداخت دیون را به گونه ای دقیق تر برآورد نموده و احتمال متضطر شدن خود را در اعطای نادرست اعتبار، کاهش دهنده. بنابراین اعتبار دهنده کان، اطلاعات با کیفیت تر به ویژه سود با کیفیت و به دور از هرگونه دستکاری را برای ارزیابی اعتبار وام گیرنده کان تقاضا می کنند (فروغی و محمدی، ۱۳۹۰). تاکید روز افزون تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران بر جریان های نقدی عملیاتی به عنوان شاخص شفاف تری از عملکرد شرکت، سبب شده مدیریت انگیزه بیشتری برای مدیریت سود داشته باشد تا از این طریق تصویر مطلوبی از عملکرد شرکت ارائه دهد و بتواند منابع تامین مالی برون سازمانی را حفظ کند. شرکتهایی که اهرم مالی بالایی دارند، اگر قادر به پرداخت تعهدات ناشی از تامین مالی برون سازمانی نباشند، هم در معرض ریسک ورشکستگی قرار خواهند گرفت و هم قادر به پیدا کردن اعتبار دهنده کان جدید در آینده نخواهند بود. در چنین شرایطی اگر

شرکت تمایل به دریافت وام جدید داشته باشد، از سوی اعتبار دهنگان از لحاظ توان پرداخت بدهی در دوره های آتی مورد بررسی دقیق قرار می گیرند؛ بنابراین، برای تداوم فعالیت و سودآوری آتی وجود وجه نقد کافی ضروری است (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۲). استفاده از معیارهای نقدشوندگی مختلف، ممکن است نتایج مختلفی را در بررسی اثر نقدشوندگی بر بازدهی سهام حاصل نماید؛ چراکه هر معیار بعد یا ابعادی از نقدشوندگی را در بر می گیرد که آن را از بقیه معیارها تا حدودی متمايز می سازد. نتایج این پژوهش نیز نشان می دهد که استفاده از معیارهای متفاوت نقدشوندگی، بعضًا می تواند نتایج کاملاً متفاوتی به دست دهد. به نظر می رسد که در بازار سهام ایران، معیار عدم نقدشوندگی آمیهود به علت شامل شدن دو بعد اثر قیمتی و ارزش ریالی معامله، نتیجه ای موافق با نظریه صرف عدم نقدشوندگی و مغایر با سایر معیارهای استفاده شده در این پژوهش حاصل می کند. هرچند که در رابطه با معیار آمیهود نیز در پژوهش های گذشته نتایج متضادی با پژوهش حاضر حاصل شده است. یحیی زاده و همکاران (۱۳۸۷) نشان دادند که معیار عدم نقدشوندگی آمیهود رابطه ای منفی و معنادار با مازاد بازدهی سهام دارد. همچنین حیدری و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند که هنگامی که از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود برای اندازه گیری عدم نقدشوندگی استفاده می شود، ریسک نقدشوندگی تأثیر معناداری بر قیمت سهام در بورس تهران ندارد. به طور کلی، نتایج ناسازگار این پژوهش با پژوهش های گذشته داخلی می تواند از اندازه نمونه، دوره زمانی و یا روش های آزمون متفاوت آنها حاصل شود. با توجه به گفته ها پیشنهادات زیر ارائه می گردد:

- استاندارد گذاران می توانند از نتایج این تحقیق در ارزیابی هایشان در جهت تدوین استانداردهای حسابداری آتی استفاده کنند؛ به این جهت که، با توجه به نتایج این تحقیق، مبنی بر نقش کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش مسائلی چون عدم تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی و در نتیجه کاهش سرمایه گذاری بیش از حد، تلاش هایی را در جهت ارائه رهنمودها و نیز توصیه هایی در جهت کاربرد بهتر و دقیق تر استانداردهای منتشر شده انجام دهند و از این طریق، به تهیه کنندگان اطلاعات حسابداری در تهیه هر چه بهتر و با کیفیت تر اطلاعات کمک نمایند.
- نتایج این تحقیق، موجب افزایش آگاهی سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری با کیفیت می شود و به آن ها پیشنهاد می شود که با استفاده از این اطلاعات، از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. همچنین، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که در انتخاب پروژه های سرمایه گذاری و به ویژه، نوع و میزان سرمایه گذاری، از اطلاعات حسابداری استفاده کنند.
- به مدیران شرکتها پیشنهاد می گردد؛ در این راستا از روش های مناسب تامین مالی مرتبط با نوع سرمایه گذاری در انواع داراییها و همچنین توجه به امکان ایجاد جریانهای نقدی مثبت آتی، در کنار تصمیم گیری مبتنی بر تحلیل های خاص خود (همانند تجربیات گذشته، شرایط فعلی بازار سرمایه، بهره و...) استفاده نمایند.
- پیشنهاد می شود برای شناسایی فعالیتهای مرتبط با اهرم مالی و نقد شوندگی، به سازوکارهای حاکمیت شرکتی توجه ویژه داشته باشند.

۹. منابع و مراجع

۱. احمدپور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۳ (۴۶): ۳۷-۶۰.

۲. اسلامی بیدگلی، علامرضا، علیرضا سارنج(۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از ۳ معیار میانگین بازدهی و نقد شوندگی در بورس تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴)، ۱۶-۳.
۳. ایزدی نیا، ناصر؛ ربیعی، حامد و نرگس حمیدیان(۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، مجله پیشرفت های حسابداری، ۵(۱)، ۳۳-۵۴.
۴. بادآورنهندی، یونس، محمدزاده سالطه، حیدر و مجيد اسماعیل نژاد(۱۳۹۴). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت تهران، ۳(۱)، ۱۴۲-۱۳۵.
۵. بولو، مریم و فاطمه بسطامی(۱۳۹۷). تاثیر فرصت رشد بر اهرم مالی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۸)، ۹۱-۶۷.
۶. بیک بشرویه، سلمان(۱۳۹۰). راهبری شرکتی و ارشیابی شرکت: مدلی با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی، پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
۷. تهرانی، رضا(۱۳۹۱). مدیریت مالی، تهران، انتشارات نگاه دانش.
۸. جبارزاده کنگرلوئی، سعید(۱۳۹۰). تبیین ارتباط اخلاقیات و فرهنگ با محافظه کاری و مدیریت سود در نظام حسابداری ایران، رساله دکتری علوم و تحقیقات تهران
۹. حساس یگانه، یحیی، شیخی، کیوان، درگاهی، اسماعیل و سید مهدی پارچینی پارچین(۱۳۹۴). تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدھی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، پژوهش های حسابداری مالی، ۷(۳)، ۱-۱۶.
۱۰. دولو، مریم و امیر ونکی(۱۳۹۶). انحراف اهرم مالی از اهرم هدف و هزینه حقوق صاحبان سهام، پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۵(۳)، ۱۵۳-۱۸۱.
۱۱. صبوحی، نسترن و امیر محمدزاده(۱۳۹۷). بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۵(۱)، ۱۲۷-۱۵۱.
۱۲. صغیری کهره، زهراء(۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ریسک نقد شوندگی و قیمت سهام در بورس، پایان نامه کارشناسی ارشد، سیستان بلوچستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
۱۳. عسگر زاده، غلامرضا(۱۳۹۴). رابطه اهرم مالی و نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران، موسسه همایشگران مهر اشراق.
۱۴. فروغی، داریوش و شکوفه، محمدی(۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، پژوهش نامه مالیات، ۲۱(۲۰)، ۱۰۱-۱۲۲.
۱۵. قدرتی، حسین و سعید فیضی(۱۳۹۴). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادر تهران، دانش حسابرسی، ۱۴(۵۸)، ۵۸-۲۰۵.
۱۶. کرباسی یزدی، حسین و سید سعید دریاباری(۱۳۹۴). شوک نقد شوندگی و بازده مورد انتظار آن مورد مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۶(۱۱)، ۴۹-۶۱.
۱۷. کریمی، کامران، شاهوردیانی، شادی و افسانه نعیمی فر(۱۳۹۶). بررسی اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت ها (در چارچوب مدل GOEL)، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادر، ۸(۳۲)، ۹۱-۱۹۱.

۱۸. هاشمی، عباس، قجانوند، سحر وزبیا قجانوند. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر سطوح مختلف معیارهای نقدشوندگی بر صرف بازده سهام با استفاده از مدل چهار عاملی فاما و فرنچ، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱(۲)، ۶۹-۸۶.
۱۹. یحیی‌زاده فر، محمود، شهاب الدین و سید جعفر لاریمی، (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۲(۲۹)، ۱۱۱-۱۲۸.
۲۰. یحیی‌زاده‌فر، محمود و جواد خرمدین. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ۱۰۱-۱۱۸.
۲۱. Arping, S., & Sautner, Z. (۲۰۱۰). Corporate Governance and Leverage: Evidence from a Natural Experiment. **Finance Research Letters**, Vol. ۷, Pp. ۱۲۷-۱۳۴.
۲۲. Dang, V., Garrett, I, (۲۰۱۵), "On Corporate Capital Structure Adjustment", **Finance Research letters**, ۱۴, PP. ۵۶-۶۳.
۲۳. Gregoriou, A., Nguyen, N., D (۲۰۰۷) GMM and present value tests of the C-CAPM under transactions costs: evidence from the UK stock market" **Journal of International Financial Markets ,Institutions & Money** ۲۰, ۲۶۷-۲۷۴.
۲۴. Gupta, S., and Newberry, K.(۱۹۹۷)." Determinants of the variability in corporate effective tax rate:Evidence from longitudinal data" , *Journal of Accounting and Public Policy* , Vol. ۱۶, No ۱, pp. ۱-۳۹.
۲۵. Hasan A. S. & Butt, A. (۲۰۰۹). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. **International Journal of Business and Management**, Vol. ۴, Pp. ۵۰-۵۷.
۲۶. Hovakimian, A., Li, G., (۲۰۱۱), "In Search of Conclusive Evidence: How to Test for Adjustment to Target Capital Structure", **Journal of Corporate Financial**, ۱۷(۲), PP. ۳۳-۴۴.
۲۷. Jensen, M.C, Meckling, w. H, (۱۹۷۶), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**, ۳(۱), PP. ۳۰۵-۳۶۰.
۲۸. Lambert, R.; Leuz, C. and Verrecchia, R. (۲۰۰۰). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, ۴۰ (۲): ۳۸۰-۴۲۰.
۲۹. Liu, Weimin (۲۰۰۶). A liquidity-augmented capital asset pricing model, **Journal of financial Economics**, 82: ۶۳۱-۶۷۱.
۳۰. Rubin, A., (۲۰۰۷), Ownership level, ownership concentration and liquidity, **Journal of Financial Markets**, 10(۳), ۲۱۹-۲۴۸.
۳۱. Viet, A, Minjoo, Kim, s., (۲۰۱۲), "Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models", **Journal of Empirical Finance**, 19(۴), PP. ۴۶۵-۴۸۲

یادداشت ها

- | | |
|------------------------|------------------------|
| ۱۱. Black | ۸. Lambert et al |
| ۱۲. Klapper and Love | ۹. Jensen |
| ۱۳. Gompers et al | ۱۰. Arping and Sautner |
| ۱۴. Gupta and Newberry | ۱۱. Hasan and Butt |
| ۱۵. Grigur And Enjin | ۱۲. Hovakimian and Li |
| ۱۶. Robin | ۱۳. Viet et al |
| ۱۷. liu | ۱۴. Gart |