

رابطه نقد شوندگی سهام و حاکمیت شرکتی با اهرم مالی

نیر 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 می پردازد. 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 بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد 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.

واژه های 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 تاکید می کنند که حاکمیت شرکتی به عنوان عاملی حیاتی در ثبات و رشد اقتصادی بازارهای مالی به رسمیت شناخته شده است (صبحی 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. در یک 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 بزار) 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)، کلاپر 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^۴، ۱۹۹۷). همچنین هزینه های تعدیل اهرم مالی به میزانی است که شرکتها اقدام به تعدیل نسبت بدهی 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 تهیه 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 همکاران، ۱۳۹۴). مطابق با ادبیات موجود، مکانیزم‌های راهبری شرکتی باید بتواند فعالیت‌های 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 وظیفه‌ی هیئت مدیره، حداکثر کردن ثروت سهامداران است و از سوی دیگر این دیدگاه وجود دارد که اجتناب از مالیات می‌تواند ابزاری برای افزایش ثروت سهامداران باشد، انتظار می‌رود هر چه مکانیزم‌های راهبری شرکتی قوی‌تر 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 می‌رود 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 می‌دارد که چگونه شرکت‌ها 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. جداکردن مدیریت اجرایی از هیئت مدیره به منظور اطمینان از اینکه هیأت، مدیریت را هدایت و بر آن نظارت می‌کند، شامل جدایی نقش‌های 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 مشروعیت بیشتر برای گزارشگری مالی از طریق ایجاد کمیته‌ی 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 رئائیان، 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 رابین^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 می شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت گذاری دارایی ها می باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آن ها دارد. در واقع نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری ها یا دارایی ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه گذاری، تصمیم گیری 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 می شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می باشد سرمایه گذاری نمایند، از این رو ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم های اصلی بازار مالی است که حداکثر سازی ثروت سهامداران به آن وابسته است (صفری، 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، می توان گفت که آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می شوند، 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 نیاید. 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 آن ها 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 می رود، هر چه نقدشوندگی سهام بیشتر می شود 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 تعریف می شود (کرباسی یزدی و دریاباری، ۱۳۹۴). پژوهش های اخیر اظهار می دارد که، افزایش گزارشگری مالی می تواند پیامدهای اقتصادی مهمی نظیر افزایش کارایی سرمایه گذاری ها را به همراه داشته باشد (لامبرت و همکاران^۸، ۲۰۰۶). بر اساس نظریه توازن ساختار سرمایه، هر شرکت از نسبت بدهی منحصر به فردی برخوردار است که ارزش شرکت را حداکثر کرده که اهرم بهینه خوانده می شود و منجر به تهاتر هزینه ها و منافع حاصل از بدهی می گردد. ر نسخه توسعه یافته نظریه توازن، یک منفعت و دو هزینه دیگر مطرح می گردد. منفعت عبارت است از کاهش هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، زیرا بهره و اصل بدهی از تعهدات ثابت شرکت بوده فلذا استفاده از بدهی فرصت اتلاف منابع شرکت، توسط مدیران را کاهش می دهد (جنسن^۹، ۱۹۸۶). هزینه های اضافی عبارتند از (۱) مشکل سرمایه گذاری کمتر از اندازه؛ با افزایش بدهی شرکت، انگیزه سهامداران برای رد پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت افزایش می یابد. زیرا مزایای چنین سرمایه گذاری هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران به اعتباردهندگان منتقل می شود، در نتیجه شرکت هایی که اهرم بالایی دارند از فرصت های رشد کمتری برخوردارند. (۲) مشکل جایگزینی دارایی، یکی از هزینه های نمایندگی بوده و هنگامی رخ می دهد که مدیران دارایی های پرریسک را جایگزین دارایی های کم ریسک (دارایی های ثابت مشهود) می کنند و باعث افزایش ریسک سرمایه گذاری شرکت می شود. آزمون تجربی نظریه توازن ایستا، شامل رگرسیون مقطعی اهرم بر متغیرهایی است که شاخص اندازه گیری عوامل فوق الذکر می باشد. هنگامی که ساختار سرمایه بهینه تعریف می شود، شرکت ها

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 تعدیل می‌گردد. شرکت‌ها به منظور تعدیل ساختار سرمایه از سرعت تعدیلی برخوردارند و این سرعت تعدیل در میان شرکت‌های مختلف، متفاوت است. به عبارت دیگر، در چارچوب مدل پویا شرکت سعی می‌کند میزان اهرم مالی خود را در زمان‌های مختلف تعدیل کند. البته، تعدیل ساختار سرمایه متضمن هزینه‌هایی است در نتیجه شرکت‌ها زمانی به تعدیل ساختار سرمایه می‌پردازند که منافع حاصل از تعدیل ساختار سرمایه بر هزینه‌های آن برتری داشته باشند (بولو و بسطامی، ۱۳۹۷). متداول‌ترین تعریف اهرم، نسبت کل بدهی به کل دارایی‌هاست. این نسبت نشان می‌دهد که چه میزان از دارایی‌های شرکت از طریق بدهی تأمین مالی شده است. اهرم، در نتیجه استفاده بیش‌تر از وجوه 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 یا 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 یابد 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 سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان 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 حداکثر برسد. به همین دلیل به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری 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 بهادار تهران را انجام دادند. در این پژوهش، تعداد ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار 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. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور انجام این پژوهش، ۱۲۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هیچ یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی مؤثر نبوده‌اند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی و در مقابل، متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی بوده‌اند. عسگرزاده (۱۳۹۴) به بررسی رابطه اهرم مالی و نقد شوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار 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 (۱۳۹۲ - ۱۳۸۸) قابل دسترسی بود. نتایج حاصله حاکی از وجود رابطه معناداری و مستقیم بین رتبه نقد شونده‌گی سهام با اهرم مالی و رابطه منفی بین خطبه نقد شونده‌گی سهام راه اندازی شرکت است. بدین معنا که شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالاتری هستند از نقد شونده‌گی کمتری برخوردار بود ضمن آن که شرکت‌های کوچک تر نسبت به شرکت‌های متوسط و بزرگ دارای نقد شونده‌گی کمتری می باشند. کریمی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت‌ها در چارچوب مدل (GOEL) پرداختند. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 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 داده‌های شرکت‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد اهرم مالی بر بازده دارایی‌ها 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 تأثیری ندارد. آرپینگ و ساوتنر^{۱۰} (۲۰۱۰) در ارتباط با نمونه تحت بررسی خود دریافتند که مؤسسات هلندی به‌طور قابل ملاحظه‌ای بدهی‌شان را پس از انجام اصلاحات و بهبود در ساختار حاکمیت شرکتی کاهش داده‌اند. حسن و بوت^{۱۱} (۲۰۰۹) در مطالعه‌ای با عنوان تأثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پاکستانی نشان دادند که اندازه هیئت مدیره و سهامداران نهادی به‌طور قابل ملاحظه‌ای با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، رابطه منفی دارد. هواکیمیان و لی^{۱۲} (۲۰۱۱) اهرم بهینه را از طریق معیارهایی مانند سودآوری، دارایی‌های مشهود، هزینه‌های تحقیق و توسعه، اندازه شرکت و فرصت‌های رشد طی سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۷۰ تخمین زدند. آن‌ها از نسبت بدهی کوتاه مدت به اضافه بدهی بلندمدت به مجموع دارایی‌ها به عنوان معیار اندازه‌گیری اهرم مالی استفاده کردند. نتایج مطالعات آن‌ها نشان می‌دهد اهرم مالی با عواملی نظیر اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود و هزینه‌های استهلاک افزایش پیدا می‌کند اما فرصت‌های رشد، سودآوری و هزینه‌های تحقیق و توسعه اهرم مالی را کاهش می‌دهد. همچنین آن‌ها با استفاده از داده‌های واقعی و شبیه‌سازی به آزمون تعدیل ساختار سرمایه هدف پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها دارای نسبت بدهی هدف بوده و نسبت بدهی هدف خود را به صورت دوره‌ای تعدیل می‌کنند. در این تحقیق سرعت تعدیل ساختار سرمایه ۵ تا ۸ درصد به دست آمد. ویت و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۲) ساختار سرمایه را براساس نظریه توازن پویا طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۶ در انگلستان بررسی کردند. شاخص‌های برآورد ساختار سرمایه بهینه مانند فرصت‌های رشد، سودآوری و سپر مالیاتی غیر بدهی بر اهرم مالی اثر معکوس دارد، اما ساختار دارایی‌ها و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مستقیم و معناداری دارد. آن‌ها دریافتند شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا از اهرم مالی کمتری استفاده می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی که سرمایه بالایی دارند یا نوسانات سود آن‌ها پایین است، با سرعت بیشتری اهرم مالی فعلی خود را به اهرم مالی بهینه تعدیل می‌کنند و ضریب سرعت تعدیل ساختار سرمایه را ۵۳ درصد برآورد کردند. دنگ و گارت^{۱۴} (۲۰۱۵) بیان می‌کنند تحقیقات پیشین بر این فرض استوار است که در هر سال همه شرکت‌ها با سرعتی یکسان به سمت اهرم بهینه حرکت می‌کنند. به عبارت دیگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در تمامی شرکت‌ها مشابه است. حال آن‌که نتایج دنگ و گارت نشان می‌دهد که سرعت تعدیل، مختص هر شرکت است و سرعت تعدیل ساختار سرمایه از شرکتی با شرکت دیگر متفاوت است و شرکت‌هایی دارای بیشترین سرعت تعدیل هستند که در بالای اهرم هدف قرار دارند و همچنین از کسری تأمین مالی برخوردار هستند؛ زیرا چنین شرکت‌هایی در تأمین مالی، بیشتر در مضيقه هستند.

بنابراین با توجه به مباحث مطروحه، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردند؛

فرضیه اول: نقد شونده‌گی 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 زمره پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. داده‌های مربوط به بورس اوراق بهادار 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 پیش بینی 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 سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه نباشند.
 ۴. اطلاعات و داده‌های آنها در دسترس باشد.
 ۵. معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف 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 بهادار 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 بهادار تهران	
۴۰۸	کسر می‌شود:
(۸۹)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد و یا طی دوره تحقیق تغییر سال مالی داده باشند.
(۴۱)	تعداد شرکت‌هایی که در گروه شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی بوده‌اند.
(۱۱۵)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات کامل آن‌ها در دسترس نمی‌باشد.

(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

۱,۶ مستقل: حاکمیت شرکتی

درصد مالکیت سهامداران نهادی (INS_{it}): بیانگر درصد سهامداران نهادی شرکت i در سال t می باشد. برای این منظور درصد مالکیت بانکها، بیمه، صندوق های بازنشستگی، 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 i در سال t می باشد که مبین میزان استقلال هیئت مدیره می باشد (قدرتی و فیضی، ۱۳۹۴).

۲,۶ 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 بازه زمانی است. که معمولاً به صورت یکساله برای شرکت ها از ره آورد قابل استرجاع می باشد) در یک بازه زمانی معین به دست می آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است (مراد زاده فرد و ابوحمزه، ۱۳۹۰).

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

۳,۶ متغیر وابسته: اهرم مالی

اهرم عبارت است از وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت می باشد. منظور از اهرم مالی میزان بدهی 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 بدهی به کل دارایی به عنوان شاخص اهرم مالی استفاده می شود. (بولو و بسطامی، ۱۳۹۷).

۴,۶ متغیرهای کنترلی

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

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

۷. یافته های پژوهش

۱,۷ یافته های توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه آماری، ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه 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
بازده دارایی	ROA	۰/۱۳	۰/۱۱	۰/۶۷	-۰/۶۵	۰/۱۳
اهرم 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	فراوانی	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 برازش داده‌های پژوهش

نگاره (۳): نتایج آزمون اف لیمر

عنوان مدل	F آماره	احتمال	مقایسه با ۰.۰۵	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 ۵٪) α 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 ۰.۰۵ 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	χ^2 آماره	احتمال	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۲۶/۷۶	۰/۰۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه دوم	۲۷/۹۳	۰/۰۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه سوم	۲۴/۷۶	۰/۰۰۰۱	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
فرضیه چهارم	۲۹/۷۳	۰/۰۰۰۰	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت

چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای ۵٪) α 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 ۰.۰۵ بزرگتر باشد مدل با اثر تصادفی و اگر سطح معنی داری این آزمون از ۰.۰۵ کوچکتر باشد مدل ترکیبی با اثر ثابت استفاده می‌شود. با توجه به آزمون

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

۳.۷ آمار استنباطی

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

برای آزمون فرضیه رگرسیون زیر برآورد می شود:

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

H: نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر ندارد.

H_۱: نقد شوندگی سهام بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره (۵): نتیجه آزمون فرضیه اول

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

نتایج نگاره (۵) نشان می دهد نقد شوندگی سهام با ضریب (-۷/۳۶) و معنی داری (۰/۷۲) 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 می شود، و فرضیه اصلی تایید نمی گردد.

آزمون مدل فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می دارد: 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_۱: درصد مالکیت سهامداران نهادی بر اهرم مالی تاثیر دارد.

مگاره (۶): آزمون فرضیه دوم

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

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.

H_۱: درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره (۷): نتیجه آزمون فرضیه سوم

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

نتایج نتایج نگاره (۷) نشان می‌دهد درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره با ضریب (-۰/۰۱) و معنی داری (۰/۴۰) تاثیر معنی داری بر اهرم مالی ندارد. واز 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.

H_۱: دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر دارد.

نگاره (۸): نتیجه آزمون فرضیه چهارم

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

نتایج نتایج نگاره (۸) نشان می دهد دوگانگی نقش مدیرعامل با ضریب (-۰/۰۰۰۴) و معنی داری (۰/۰۰۴) تاثیر منفی و معنی داری بر اهرم مالی دارد. و همچنین از 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 دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی تاثیر ندارد، رد می شود، و فرضیه اصلی تایید می گردد.

۸. نتیجه گیری و پیشنهادات

بخش نتیجه گیری آخرین 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 بایست 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 شونددگی سهام بر اهرم مالی تاثیر ندارد. نتایج تحقیق جنسن (۲۰۰۵) بیان می کنند که افزایش اهرم مالی به دلیل فشار ناشی از قراردادهای بدهی، باعث کاهش رفتار فرصت طلبانه از سوی مدیران می شود و به عبارت دیگر آنها را محتاط 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)، ویت و همکاران (۲۰۱۲)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) همخوانی دارد. استقراض یکی از گزینه های مطلوب برای مدیران است. اما آنچه اعتبار دهندگان در خصوص اعطای اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام توسط وام گیرنده است. بدین منظور اعتبار دهندگان برای ارزیابی توان مالی شرکتها، صورتهای مالی و به ویژه رقم سود را مورد بررسی قرار می دهند. 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 بدهی 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 دهندگان 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 دهندگان 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 دهندگان 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 دهندگان ریسک کمتری خواهند داشت؛ زیرا می توانند ریسک قدرت پرداخت دیون را به گونه ای دقیق تر برآورد نموده و احتمال متضرر شدن خود را در اعطای نادرست اعتبار، کاهش دهند. بنابراین اعتبار دهندگان، اطلاعات با کیفیت تر به ویژه سود با کیفیت و به دور از هرگونه دستکاری را برای ارزیابی اعتبار وام گیرندگان 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 دهندگان جدید در آینده نخواهند بود. در چنین شرایطی اگر

شرکت تمایل به دریافت وام جدید داشته باشد، از سوی اعتبار دهندگان 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 بُعد یا ابعادی از نقدشوندگی را در برمی گیرد که آن را از بقیه معیارها تا حدودی متمایز می سازد. نتایج این پژوهش نیز نشان می دهد که استفاده از معیارهای متفاوت نقدشوندگی، بعضاً 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 بُعد 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:

- استانداردگذاران 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 آنها 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 روشهای 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)، ۳-۱۶.
۳. ایزدی نیا، ناصر؛ ربیعی، حامد و نرگس حمیدیان. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری، ۵(۱)، ۵۴-۳۳.
۴. بادآورنهندي، یونس، محمدزاده سالطه، حیدر ومجید اسماعیل نژاد. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت با تاکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت تهران، ۳۳(۱)، ۱۳۵-۱۴۲.
۵. بولو، مریم و فاطمه بسطامی. (۱۳۹۷). تاثیر فرصت رشد بر اهرم مالی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۸)، ۶۷-۹۱.
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 کنگرلونی، 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 بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار 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. صبحی، 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. صغری کهره، زهرا. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ریسک نقد شوندگی و قیمت سهام در بورس، پایان نامه کارشناسی ارشد، سیستم 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 بهادار 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 شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش نامه مالیات، ۲۱(۲۰)، ۱۰۱-۱۲۲.
۱۵. قدرتی، حسین وسعید فیضی. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، ۱۴(۵۸)، ۲۰۵-۲۳۲.
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 بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۶(۱۱)، ۴۹-۶۱.
۱۷. کریمی، کامران، شاهوردیانی، شادی وافسانه نعیمی فر. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت ها (در چارچوب مدل GOEL)، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۸(۳۲)، ۱۹۱-۲۰۵.

۱۸. هاشمی، عباس، قجاوند، سحر و زیبا قجاوند. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر سطوح مختلف معیار های نقدشوندگی بر صرف بازده سهام با استفاده از مدل چهار عاملی فاما و فرنچ، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱(۲)، ۶۹-۸۶.
۱۹. یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهاب الدین و سید جعفر لاریمی، (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقد شوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۲(۲۹)، ۱۱۱-۱۲۸.
۲۰. یحیی زاده فر، 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. (۲۰۰۵). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. Journal of Accounting Research, ۴۵ (۲): ۳۸۵-۴۲۰.
۲۹. Liu, Weimin (۲۰۰۶). A liquidity-augmented capital asset pricing model, Journal of financial Economics, ۸۲: ۶۳۱-۶۷۱.
۳۰. Rubin, A., (۲۰۰۷), Ownership level, ownership concentration and liquidity, Journal of Financial Markets, ۱۰(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, ۱۹(۴), PP. ۴۶۵-۴۸۲

یادداشت ها

۱. Black

۲. Klapper and Love

۳. Gompers et al

۴. Gupta and Newberry

۵. Grigur And Enjin

۶. Robin

۷. liu

۸. Lambert et al

۹. Jensen

۱۰. Arping and Sautner

۱۱. Hasan and Butt

۱۲. Hovakimian and Li

۱۳. Viet et al

۱۴. Gart