

## بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر مازاد اهرم مالی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه قدرتی<sup>۱</sup>

مهسا قجریبگی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۵/۲۷

### چکیده

هدف از این تحقیق بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر مازاد اهرم مالی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت نهادی است. تحقیق حاضر به لحاظ روش همبستگی بوده و به جهت هدف تحقیقی کاربردی محسوب می شود. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که نمونه آماری به روش غربالگری (حذف سیستماتیک)، برابر با ۱۱۲ شرکت تعیین شده است. بازه زمانی مطالعه یک دوره ۱۰ ساله در طی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ است. روش تجزیه و تحلیل داده ها، رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده های پانلی با استفاده از نرم افزار ایویوز است. نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می دهد که نقدشوندگی سهام تأثیر منفی و معناداری بر مازاد اهرم مالی دارد. همچنین نتایج نشان داده است که مالکیت نهادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و مازاد اهرم مالی تأثیر تعدیلگر دارد.

### واژگان کلیدی

نقدشوندگی سهام، اهرم مالی، مالکیت نهادی

۱. دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه غیردولتی غیاث الدین جمشید کاشانی، تهران، ایران. ([arezoo.godrati@yahoo.com](mailto:arezoo.godrati@yahoo.com))

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه غیردولتی غیاث الدین جمشید کاشانی، تهران، ایران.

پژوهش‌های نوین در مدیریت و حسابداری  
پرتال جامع علوم انسانی

## ۱. مقدمه

بازار سرمایه در یک کشور از منابع عمده تأمین مالی شرکت‌ها و دولت‌ها است و در کشورهای نظیر ایران که در پی جذب شرکت‌های خارجی جهت سرمایه‌گذاری مستقیم و نیز رونق بورس خود هستند، تقویت آن و شناخت عوامل مرتبط با معامله اوراق بهادار می‌تواند انگیزه شرکت‌های داخلی و خارجی را برای ورود به عرصه فعالیت و توسعه سرمایه‌گذاری افزایش دهد، به نحوی که تحقق مناسب اهداف عمده توسعه‌های مالی و اقتصادی دولت را نیز مهیا کند. ایجاد زمینه‌های لازم جهت پاسخگویی بیشتر به نیازهای سرمایه‌گذاران و تبدیل شدن بورس اوراق بهادار تهران به بورس مطرح، نیازمند بررسی‌های علمی فراوانی است. در این میان یکی از متغیرهایی که به این امر می‌تواند کمک کند میزان جذابیت شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار و همچنین درجه نقدشوندگی سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در هر زمانی که اراده کنند بتوانند دارایی‌های خود را با کمترین هزینه به وجه نقد تبدیل کنند. بر طبق مدل‌های ارائه شده برای پیش‌بینی بازده، عوامل زیادی وجود دارد که می‌توانند بازده سرمایه‌گذاری‌های مختلف را برآورد کنند. در این میان نقدشوندگی سهام یکی دیگر از عواملی است که بررسی تأثیر آن بر بازده سهام در بازارهای مختلف از ادبیات و پیشینه قوی برخوردار است و محققان این متغیر را به عنوان یکی از عواملی که می‌تواند در تعیین بازده نقش مهمی داشته باشد، می‌شناسند (اسچوارتز و فرانچینی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). از سویی تأمین مالی نیز یکی از ارکان اصلی هر واحد تجاری است. اهمیت این مسئله در آن نهفته است که شرکت‌هایی که به روش‌های تأمین مالی ارزانتر دسترسی دارند نسبت به سایر شرکت‌ها دارای یک مزیت رقابتی مهم و قابل‌اعتنا هستند. در این راستا اهرم مالی به عنوان سازوکاری برای تبیین بدهی شرکت به عنوان ابزار تأمین مالی مورد توجه است. قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هرچه قدر 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، ۱۳۹۰).

با وجود آنکه این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک به نظر می‌رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نامبرده میشود، به این معنی که در عین سادگی درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است (امامعلی زاده و نیری، ۱۳۹۸). به هر روی، آنچه مشخص است این است که نقدشوندگی از دیرباز به عنوان یک معیار با اهمیت جهت معاملات اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است (کرباسی یزدی و دریاباری، ۱۳۹۴) و علی‌القاعده و بنابر اهمیتش، تأثیر آن بر عملکرد و سیاست‌های کلان شرکت تأثیر داشته است و توجه محققان زیادی را به خود جلب کرده است. تأثیر نقدشوندگی سهام بر حاکمیت شرکتی و اجزای آن برای دهه‌ها مورد توجه ادبیات تحقیقات بوده است (ادمانتز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳)؛ اما تعداد کمی از مطالعات مستقیماً تأثیر نقدشوندگی سهام را بر سیاست اهرم شرکت‌ها آزمایش کرده‌اند (زیلین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰).

آنچه می‌توان از نتایج مطالعات موجود استنباط کرد این است که افزایش نقدشوندگی سهام تأثیر مستقیمی بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نوبه خود باعث افزایش قابلیت اعتماد به شرکت توسط سهامداران و

<sup>1</sup> Schwartz And Francioni

<sup>2</sup> Edmans et al

<sup>3</sup> Zilin et al

سرمایه گذاران می گردد. از این رو این مسئله شرکت را قادر خواهد ساخت تا برای تامین مالی مورد نیاز خود مسیر کم هزینه تری را نسبت به اخذ وام اتخاذ نماید؛ بنابراین انتظار می رود که افزایش نقدشوندگی تأثیر معناداری بر سیاست ساختار سرمایه شرکت داشته باشد. اگرچه که این مسئله در مطالعات داخلی به طور دقیق مورد بررسی قرار نگرفته است، با این وجود پیچیدگی و ابهام موضوع وقتی دوچندان می شود که مسئله اهرم مالی شرکت در مقایسه با شرکتهای هم صنعت مرود توجه قرار گیرد. اگرچه می توان انتظار در راستای توضیحات قبل انتظار داشت که شرکتهایی با نقدشوندگی سهام بالاتر به دلیل کاهش سطح اهرم، در جایگاه مطلوبی نسبت به رقبای هم صنعت قرار داشته باشند. در عین حال در بررسی هر وجه از عملکرد شرکت و خصوصاً سیاست های کلان شرکت در زمینه هایی همچون اتخاذ الگوی تامین مالی و ساختار سرمایه، نمی توان از نقش مالکان نهادی به سادگی عبور کرد. مالکان نهادی با در اختیار داشتن قدرت، ارتباطات و در عین حال تخصص بالای نظارتی، تأثیر غیرقابل اغماضی بر سیاست های کلان شرکت خواهند داشت. از این رو انتظار می رود که تأثیر احتمالی نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی و ساختار سرمایه شرکت، تحت تأثیر درصد مالکیت نهادی قرار بگیرد. گرچه فقدان وجود مطالعه دقیقی که این مسئله را در بازار سرمایه کشور تایید یا رد کند، مشهود است. با این وجود، بنابر نتایج پاره ای از تحقیقات خارجی، نقدشوندگی سهام ممکن است با کاهش انگیزه های سهامداران نهادی برای استفاده بیش از حد از اهرم، به بهبود تصمیمات شرکت در خصوص کیفیت اهرم مالی کمک کند (فاسیو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰؛ لیو و تیان<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). اگرچه که در بررسی تأثیر نقدشوندگی بر اهرم مالی، توجه به ساختار مالکیت شرکت نیز می تواند ابعاد دیگری از ماجرا را نمایان سازد. بر این اساس، در پژوهش حاضر، ارتباط بین نقدشوندگی سهام و مزاد اهرم مالی با توجه به نقش مالکیت نهادی بررسی می شود

## ۲. پیشینه پژوهش

- زیلین و همکاران (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان «نقدشوندگی سهام و مزاد اهرم مالی» انجام داد. این مطالعه بررسی می کند که آیا نقدشوندگی سهام بر تصمیمات اهرم شرکت تأثیر می گذارد یا نه. نتایج نشان میدهد که نقدشوندگی بیشتر سهام با کاهش عدم تقارن اطلاعات و کاهش اهرم اضافی شرکت به طور قابل توجهی ارتباط معناداری دارد. نتایج در صورت استفاده از شاخص هایی نظیر سهامداران کنترلی (نهادی) تقویت می شود.
- در همین راستا جیانگ و همکاران در سال ۲۰۱۸، تحقیقی با عنوان «نقد شوندگی و پرداخت سود سهام»، انجام دادند. آنها در بررسی های خود دریافتند که افزایش نقد شوندگی به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می انجامد و این مسئله به نوبه خود موجب کاهش نیاز به اهرم اضافی می شود. علاوه بر این نقش سرمایه گذاران نهادی نیز معنادار است؛ زیرا سهامداران نهادی در صورت استفاده بیش از حد از اهرم، به راحتی قابل تشخیص هستند.
- فروندا و همکارانش نیز در سال ۲۰۱۸ تحقیقی با عنوان «سرمایه گذاری بیش از حد، اهرم و نقدشوندگی سیستم مالی: یک رویکرد چالش برانگیز» را انجام داده اند که نتایج آن نشان می دهد که رابطه مثبت و معناداری بین اهرم شرکت و سرمایه گذاری بیش از حد در هنگام بالا بودن نقدشوندگی سیستم مالی وجود دارد و این تغییر در نقشی است که توسط اهرم بازی می شود. در سطح اقتصاد کلان، تحقیقات آنها توجهات خاصی را در مورد نقدشوندگی در سراسر جهان مطرح می

<sup>4</sup> Faccio et al

<sup>5</sup> Tian and Liu

کند. در سطح اقتصاد خرد، مطالعه آنها نشان می‌دهد که هنگامی که نقدشوندگی زیاد است، نقش انضباطی بدهی ممکن است به یک دوست دروغین تبدیل شود.

آمیهاد و مندلسون (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی اثر نقدشوندگی در کاهش هزینه سرمایه پرداختند آنها با بررسی استراتژی شرکت های گوناگون متوجه شدند که سیاست غالب شرکت ها حفظ نقدشوندگی است نه رشد نقدشوندگی. آنها این سیاست را برای شرکتهای با نقدشوندگی بالا مطلوب دانستند ولی به شرکت های دیگر پیشنهاد دادند که از اینترنت، تحلیلگران مالی و بازارهای معاملاتی به‌تر و افزایش انتشار اطلاعات داوطلبانه جهت افزایش نقدشوندگی استفاده نمایند چراکه افزایش نقدشوندگی سبب کاهش هزینه سرمایه شده و کاهش هزینه سرمایه منجر به افزایش ارزش سهام می‌شود.

مانوز (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان "نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری شرکت" به بررسی رابطه بین نقدشوندگی بازار سهام و سرمایه‌گذاری شرکتی پرداخت. او در مقاله خود به طور خاص رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی بازار سهام را مورد واکاوی قرار داد و از داده‌های پانل دیتا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آمریکا استفاده کرد. او شواهدی در ارتباط با سطح بالاتر تجاری و سطح بالاتر تعدیل شده صنایع مرتبط با سطح بالای سرمایه‌گذاری (امول، ماشین آلات و تجهیزات، کل دارایی‌ها و موجودی‌ها) یافت. این رابطه شواهد ضمنی بیشتری در ارتباط با تصمیم‌گیری‌های انتشار سهام ارائه داد و همچنین برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر نوید استفاده بهتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر را ارائه داد. شواهد آن به طور پیوسته با از بین بردن انحرافات و سهام انتشار شده شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری بیشتر، نشان از دریافت مزایای پایین هزینه سرمایه بوده که رابطه مستقیمی با نقدینگی بازار سهام دارد. همچنین او ارتباط کمتری با حذف اطلاعات هنگامی که نقدشوندگی بازار سهام به مدیران در ارتباط با گرفتن تصمیمات کارآمدتر کمک می‌کند، بیان کرد. مانوز بیان کرد که این توقف‌ها نمی‌تواند لزوماً باعث ترقی پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاری شود اما تنها سرمایه‌گذاری موجود را کارآتر می‌کند. پژوهش‌ها نیز از تحقیق مانوز (۲۰۱۳) پیروی کرده اما با توجه به شرایط اقتصادی کشور و تفاوت‌های موجود در بازارهای سرمایه، یک سری متغیرها مورد بازبینی قرار گرفته و با توجه به بازار سرمایه کشورمان توسط محقق تعدیل شده‌اند.

نرین و ژنگ (۲۰۱۰) نقش عامل ریسک نقدشوندگی بازار بر روی بازده مقطعی سهام را در مدلی که شامل اندازه، نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار، نرخ گردش معاملات و بازده‌های گذشته مورد بررسی قرار دادند. آنها از عامل ریسک نقدشوندگی پاستور و استمیو استفاده کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد مدل بر مبنای عامل ریسک نقدشوندگی که شامل اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ گردش معاملات و بازده‌های گذشته است اثرات ناهمسانی‌های بازار را توضیح می‌دهد. با این حال مدل بر مبنای ریسک نقدشوندگی می‌تواند اثرات اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نرخ گردش معاملات را توضیح دهد اما نمی‌تواند اثرات بازده‌های گذشته را توضیح دهد. ولی زمانی که عامل ریسک نقدشوندگی در مدل جای ندارد مدل می‌تواند اثرات همه عوامل را هم به صورت مجموع و هم به صورت جداگانه توضیح دهد.

یودین (۲۰۰۹) در مطالعه خود رابطه بین بازده و نقدشوندگی سهام را با استفاده از معیار نسبی که نقدشوندگی سهام فردی را به نقدشوندگی کل بازار مرتبط می‌کند مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج حاصل از تحقیقات نشان داد که رابطه بین بازده اضافی سهام و سطح معیار نسبی نقدشوندگی منفی است اما این رابطه به صورت غیر خطی است. همچنین نتایج نشان داد

که رابطه تغییرپذیری معیار نسبی نقدشوندگی و بازده اضافی سهام منفی است. این نتیجه متفاوت از نتایج چریدا و همکارانش (۲۰۰۱، ۲۰۰۰) است؛ اما این موضوع می‌تواند به وسیله ماهیت معیار نسبی نقدشوندگی توضیح داده شود چون این معیار هم نقدشوندگی سهام و هم نقدشوندگی بازار را در نظر می‌گیرد و اگر سرمایه‌گذاران به نوسانات نقدشوندگی توجه نداشته باشند و تنها به متوسط نقدشوندگی نوسانات بازار توجه داشته باشند ممکن است ریسک نقدشوندگی به وسیله نوسانات نقدشوندگی بازار توضیح داده نشود.

امامعلی زاده و حیدری در تحقیقی که در سال ۱۳۹۸ تحت عنوان «رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی» صورت دادند، با بررسی اطلاعات ۱۲۸ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در خلال سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ دریافتند که نقدشوندگی بر اهرم مالی تأثیر معنی داری دارد.

محسنی در سال ۱۳۹۸ نیز تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی»، انجام داده است. روش گردآوری اطلاعات از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از سایت کدال و نرم افزار رهاورد نوین می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که خاصه‌های اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام با اهرم مالی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

مرادپور (۱۳۹۷)، پژوهشی به منظور بررسی رابطه بین نسبت‌های نقدشوندگی بازار سهام، مالکیت خانوادگی و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد بین شکاف قیمتی خرید و فروش سهام و ارزش دفتری اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد بین نسبت‌های نقدشوندگی بازار سهام (نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و شکاف قیمتی خرید و فروش سهام) و ارزش بازار اهرم مالی در شرکت‌ها به ترتیب رابطه (مثبت و منفی) معناداری وجود دارد. نتایج نشان دهنده این موضوع است که بین مالکیت خانوادگی و ارزش بازار اهرم مالی در شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

رضایانه (۱۳۹۶)، تحقیقی تحت عنوان «اثر نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی»، صورت داد. در این پژوهش برای محاسبه حاکمیت شرکتی از رویکردی چندبعدی و ترکیبی، برای محاسبه نقدشوندگی سهام از معیار آمیهود که بیانگر عدم نقدشوندگی سهام است و برای اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها، استفاده شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی تأثیر مثبت و معنادار و نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد، تأثیر حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی در شرکت‌های با نقدشوندگی سهام بیشتر نسبت به شرکت‌های با نقدشوندگی سهام کمتر، ضعیف‌تر است.

عسگرزاده (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد. نتایج حاصله از این تحقیق نیز حاکی از وجود رابطه معناداری و مستقیم بین رتبه نقدشوندگی سهام با اهرم مالی و رابطه منفی بین خطبه نقدشوندگی سهام راه اندازی شرکت است. بدین معنا که شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالاتری هستند از نقدشوندگی کمتری برخوردار بود ضمن آن که شرکت‌های کوچک‌تر نسبت به شرکت‌های متوسط و بزرگ دارای نقدشوندگی کمتری می‌باشند.

یحیی‌زاده فر و خرم‌دین (۱۳۹۰) نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده‌اند. در تحقیق آن‌ها با توجه به اهمیت بین ریسک و بازده، تأثیر ریسک عدم

نقدشوندگی و عوامل نقدشوندگی شامل مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بر مازاد بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق از الگوی سریز مانیبراییک دوره زمانی از فروردین سال ۱۳۷۸ تا اسفند سال ۱۳۸۴ بطور ماهانه در بورس اوراق بهادار تهران بهره گیری شده که تمامی شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار را که سهام آنها حداقل ۱۰۰ روز در طی حداقل ۹ ماه در بورس مورد معامله قرار گرفته باشند را شامل می شود. همچنین بمنظور کاهش همبستگی بین این متغیرها از روش تشکیل پرتفوی استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته تحقیق تأثیر معنی دار داشته اند. بدین معنی که تأثیر عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مازاد بازده سهام منفی، اما تأثیر مازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام مثبت بوده است

فرتوک زاده و همکارانش (۱۳۸۹) عوامل موثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی را در بورس کالا ایران مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از معیار تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق بازار برای نشان دادن نقدشوندگی استفاده شد. بر اساس نتایج حجم معاملات اثر منفی، نوسان پذیری قیمت اثر مثبت و سطح قیمت ها اثری بر روی تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش نداشت. همچنین حجم معاملات اثر مثبت بر عمق بازار دارد و بر خلاف مطالعات پیشین سطح قیمت ها تأثیر مثبت و نوسان پذیری قیمت بی اثر بر روی عمق بازار بود.

امیر رسایان و ساسان مهرانی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین بازده سالانه سهام و معیارهای نقدشوندگی سهام؛ همچون اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله ها، تعداد دفعات انجام معامله و درصد روزهای انجام معامله در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیه ها، رگرسیون داده های ترکیبی می باشد. نتایج آزمون فرضیه ها بیانگر عدم وجود هرگونه رابطه معنا دار بین بازده سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله ها و تعداد دفعات انجام معامله در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۱ می باشد. نتایج، همچنین بیانگر وجود رابطه معنا دار بسیار کم اهمیت بین بازده سالانه سهام و درصد روزهای انجام معامله می باشد.

### ۳. فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: نقدشوندگی سهام بر مازاد اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.  
فرضیه دوم: مالکیت نهادی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و مازاد اهرم مالی تأثیر معناداری دارد.

### ۴. روش شناسی و طرح پژوهش

#### ۴.۱. طرح پژوهش و گردآوری داده

این تحقیق از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. همچنین از لحاظ طرح تحقیق، پس رویدادی و نیمه تجربی می باشد. روش تحقیق از لحاظ نوع استدلال قیاسی - استقرایی است بدین معنی که در مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعه کتابخانه ای، سایر سایت ها، مقالات در چارچوب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه ها در قالب استقرایی انجام می پذیرد. داده های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک های اطلاعاتی رایانه ای و مراجعه به کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار و استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و مراجعه به وب سایت [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) سایت متعلق به سازمان بورس و اوراق

بهادار جمع آوری خواهد گردید. همچنین صورت های مالی شرکت ها شامل ترازنامه، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت های همراه صورت های مالی در پایان هر سال مالی (۲۹ اسفند ماه) به عنوان ابزار تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است.

#### ۲.۴. جامعه آماری، نمونه و دوره پژوهش

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ بررسی می شود و جامعه مورد نظر از شرکت هایی که واجد ویژگی های زیر باشند تشکیل می گردد:

۱. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۲. جزء شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گر مالی و همچنین بانک و بیمه نیز نباشند.
۳. داده های مورد نیاز این تحقیق در مورد این شرکتهای نیز در دسترس باشد.
۴. شرکت ها طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
۵. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای انجام تحقیق در دسترس باشد.

#### ۵. متغیرهای پژوهش

با الگو برداری از تحقیق زیلین و همکاران (۲۰۲۰)، مدل کمی پژوهش به قرار زیر است:  
مدل فرضیه اول

$$\text{ExcessLeverage } I,t = \alpha + \beta_1 \text{ Liquidity } I,t + \sum \text{Control } i,t + \varepsilon i,t$$

مدل فرضیه دوم

$$\text{ExcessLeverage } I,t = \alpha + \beta_1 \text{ Liquidity } I,t + \beta_2 \text{ Inst } I,t + \beta_3 (\text{Liquidity} * \text{Inst}) I,t + \sum \text{Control } i,t + \varepsilon i,t$$

مطابق با تعاریف تحقیق زیلین و همکاران (۲۰۲۰)، نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق به شیوه زیر است:

**متغیر وابسته:**

**ExcessLeverage** (مازاد اهرم مالی): عبارتست از اختلاف اهرم مالی شرکت با میانگین اهرم مالی صنعت

**متغیر مستقل:**

**Liquidity** (ضریب نقد شوندگی) می باشد که از طریق مدل آمیهود (Amihud, ۲۰۰۲)، برای اندازه گیری عدم نقد شوندگی (**Illiquidity**) به عنوان معیار معکوس برای نقد شوندگی محاسبه میگردد. معیار معکوس نقد شوندگی در این مدل به عنوان نسبت بازده مطلق روزانه به حجم معاملات در همان روز تعریف شده است.

$$ILLIQ_{i,d} = \frac{r_{i,d}}{Vol_{i,d}} = \text{شاخص معکوس نقدشوندگی سهم } i \text{ و روز } d \text{ آمیهود}$$

$r_{i,d}$  = بازده روزانه سهم  $i$  و روز  $d$

$Vol_{i,d}$  = حجم معاملات روزانه سهم  $i$  و روز  $d$

**متغیر تعدیلگر:**

**Inst** (مالکیت نهادی): عبارتست از درصد سهام در اختیار مالکان نهادی اعم از بیمه ها، هلدینگ ها، بانکها و ... (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۵).

### متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (لگاریتم دارایی) - نرخ بازده دارایی (نسبت سود به دارایی) - نرخ رشد فروش (درصد تغییر در فروش) - اندازه هیئت مدیره (تعداد اعضا)

### ۶. آزمونهای آماری و تجزیه و تحلیل یافته‌ها

پس از جمع آوری داده‌هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها، اهمیت خاصی دارد. در این تحقیق از آنالیز رگرسیونی، با استفاده از نرم افزارهای Eviews10 و SPSS22 برای تحلیل فرضیه‌ها استفاده شده است.

#### ۱.۶. آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار<sup>۶</sup>، انجام پذیرفته است. مقدار میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه، نشاندهنده این است که ۵۰٪ داده‌ها کمتر از عدد وسط مجموعه و ۵۰٪ داده‌ها بیشتر از عدد وسط مجموعه هستند. نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه، تقارن داده‌ها را نشان می‌دهد؛ و در نهایت انحراف معیار، پراکندگی را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از آمار توصیفی کلیه متغیرهای پژوهش در جدول ۱ قابل رؤیت است. همانگونه که در جدول قابل مشاهده است، میانگین و میانه در تمامی متغیرها نزدیک به هم هستند و این نشان دهنده تقارن مناسب داده‌ها و پراکندگی مطلوب آنها در حوالی میانگین است. این مسئله را در شاخص انحراف معیار نیز می‌توان دید که در تمام موارد بسیار پایین هستند.

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نقد شوندگی سهام	۰/۰۴۶	۰/۰۰۵	۰/۷۷	۰/۰۰۰۰۴	۰/۱۱
مازاد اهرم مالی	۰/۰۰۰۴	-۰/۱۸	۰/۳۵	-۰/۵۴	۰/۲۰
مالکیت نهادی	۰/۶۹	۰/۵۵	۰/۷۷	۰/۱۱	۰/۱۳
اندازه شرکت	۶/۲۴	۶/۱۱	۸/۱۶	۴/۴۱	۰/۶۶
نرخ بازده دارایی	۰/۱۴	۰/۰۸	۰/۶۲	-۰/۳۳	۰/۱۶
نرخ رشد فروش	۰/۲۶	۰/۱۱	۸/۰۱	-۰/۹۲	۱/۰۱
اندازه هیئت مدیره	۵/۰۷	۵	۷	۵	۰/۳۶

#### ۲.۶. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از تخمین الگو، لازم است که پایایی متغیر مورد نظر مشخص شود. برای شناسایی داده پایا از ناپایا از آزمون‌های متفاوتی از جمله آزمون ایستایی بر اساس همبستگی نگار، آزمون Q، آماره لیونگ-باکس و آزمون‌های ریشه واحد و ... استفاده می‌شود. در این مطالعه آزمون لوین، لین و چو (LLC) برای تشخیص ایستایی داده‌ها استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مربوطه را در جدول ۲ می‌توان دید.

<sup>۶</sup>Std Deviation



## جدول ۲: نتایج آزمون مانایی متغیرها

نام متغیر	آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه آزمون
نقد شونددگی سهام	-۲۹/۳۲	۰/۰۰۰	متغیر ماناست
مازاد اهرم مالی	-۸/۱۸	۰/۰۰۰	متغیر ماناست
مالکیت نهادی	-۴/۶۹	۰/۰۰۰۱	متغیر ماناست
اندازه شرکت	-۶/۳۰	۰/۰۰۰	متغیر ماناست
نرخ بازده دارایی	-۵۵/۲۳	۰/۰۰۰	متغیر ماناست
نرخ رشد فروش	-۱۹/۲۰	۰/۰۰۰	متغیر ماناست
اندازه هیئت مدیره	-۲۳/۴۱	۰/۰۰۰	متغیر ماناست

بر این اساس با رد فرض صفر تمامی موارد مبنی بر عدم مانایی متغیرها می توان گفت که تمامی متغیرهای مربوطه مانا هستند.

## ۳.۶. برآورد رگرسیونی مدل اول و آزمون‌های مربوطه

با توجه به تابلویی بودن داده‌ها، به منظور تعیین ضرایب لازم است تا با انجام آزمون لیمر نسبت به تعیین یکی از روش‌های اثرات مشترک یا تصادفی اقدام نمود. نتیجه حاصل از این آزمون در جدول ذیل قابل رویت است:

## جدول ۳: نتایج آزمون لیمر مدل اول

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۸/۰۷	۱۰۰۳، ۱۱۱	۰/۰۰۰	رد فرض صفر

با توجه به رد فرض صفر، جهت تعیین یکی از دو روش اثرات ثابت تصادفی و اثرات ثابت، نیاز به انجام آزمون هاسمن است. فرضیه‌های این آزمون به قرار ذیل است:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 = \text{روش اثرات ثابت تصادفی} \\ H_1 = \text{روش اثرات ثابت} \end{array} \right.$$

که نتیجه در جدول ۴ آمده است:

## جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۲۱/۵۲	۵	۰/۰۰۰۶	رد فرض صفر

معهدا همانگونه که دیده می شود، با توجه به رد فرض صفر آزمون هاسمن، روش اثرات ثابت به عنوان بهترین روش تخمین مدل برگزیده می شود. در ادامه و به منظور سنجش وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس از آزمون LM-ARCH استفاده شده است که نتایج آن در جدول ذیل دیده می شود:

## جدول ۵ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نام آزمون	آماره آزمون	احتمال آماره	وضعیت
کای دو	۰/۶۹	۰/۴۰۳۱	عدم وجود ناهمسانی واریانس

با توجه به تایید فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس، روش تخمین OLS به عنوان روش تخمین مناسب مدل انتخاب می شود؛ که جواب نتایج در جدول ۶ قابل رویت است.

جدول ۶: نتایج رگرسیون مدل اول پژوهش

متغیرها	ضریب	آماره T	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۴۶	۱/۹۹	۰/۰۴۷۱
نقد شوندگی	-۰/۱۰	-۲/۱۸	۰/۰۲۹۶
اندازه شرکت	-۰/۰۱	-۰/۲۹	۰/۷۶۷۴
نرخ بازده دارایی	-۰/۴۱	-۶/۵۰	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	۰/۰۵	۱/۲۷	۰/۲۰۳۲
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۱	-۰/۸۴	۰/۳۹۸۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۳		
F-Statistic	۱۴/۵۳		
Prob(F-Statistic)	۰/۰۰۰		
دوربین واتسون	۲/۰۴		

عدد آماره F و احتمال آن که به ترتیب ۱۴/۵۳ و ۰/۰۰۰ می باشند، بیانگر کفایت کلی مدل است. قرار گرفتن عدد مربوط به آزمون دوربین - واتسون در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پیاپی در مدل است. با رجوع به معیار VIF نیز وجود همخطی بین متغیرهای مستقل نیز رد می شود. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۶، می توان دید که ضریب مربوط به متغیر مستقل، -۰/۱۰ با سطح معناداری ۰/۰۲۹۶ است؛ بنابراین نتیجه این بخش نشان می دهد که نقد شوندگی تأثیر منفی و معناداری بر مازاد اهرم مالی دارد. پس فرضیه اول تایید می شود.

#### ۴.۶. برآورد رگرسیونی مدل دوم و آزمون‌های مربوطه

همانگونه که بخش مدل اول نیز بیان شد، بدو لازم است نسبت به انجام آزمون لیمر اقدام شود. نتیجه حاصل از این آزمون در جدول ذیل قابل رویت است:

جدول ۷: نتایج آزمون لیمر مدل دوم

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۷/۹۷	۱۱۱،۱۰۰۲	۰/۰۰۰	رد فرض صفر

بنابر این، همچون مدل اول، با توجه به رد فرض صفر، جهت تعیین یکی از دو روش اثرات ثابت تصادفی و اثرات ثابت، نیاز به انجام آزمون هاسمن است؛ که نتیجه در جدول ۸ آمده است:

جدول ۸: نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۲۷/۳۴	۷	۰/۰۰۰۳	رد فرض صفر

معهدا همانگونه که دیده می شود، با توجه به رد فرض صفر آزمون هاسمن، روش اثرات ثابت به عنوان بهترین روش تخمین مدل برگزیده می شود. در ادامه و به منظور سنجش وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس از آزمون LM-ARCH استفاده شده است که نتایج آن در جدول ذیل دیده می شود:

### جدول ۹: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نام آزمون	آماره آزمون	احتمال آماره	وضعیت
کای دو	۰/۳۹	۰/۷۱۵۹	عدم وجود ناهمسانی واریانس

در این مدل نیز با توجه به تایید فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس، روش تخمین OLS به عنوان روش تخمین مناسب مدل انتخاب می شود که جواب این تخمین در جدول ۱۰، قابل رویت است.

### جدول ۱۰: نتایج رگرسیون مدل دوم پژوهش

متغیرها	ضریب	آماره T	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۴۹	۲/۱۲	۰/۰۳۴۱
نقد شونددگی	-۰/۱۴	-۲/۳۸	۰/۰۱۷۴
مالکیت نهادی	-۰/۱۳	-۱/۹۴	۰/۰۴۸۲
نقد شونددگی ضربدر مالکیت نهادی	۰/۵۱	۲/۱۴	۰/۰۳۱۱
اندازه شرکت	-۰/۰۲	-۰/۴۱	۰/۶۷۷۸
نرخ بازده دارایی	-۰/۴۰	-۶/۴۰	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	۰/۰۵	۱/۳۲	۰/۱۸۵۷
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۱	-۰/۸۰	۰/۴۲۳۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۴		
F-Statistic	۱۴/۳۴		
Prob(F-Statistic)	۰/۰۰۰		
دوربین واتسون	۲/۰۶		

عدد آماره F و احتمال آن که به ترتیب ۱۴/۳۴ و ۰/۰۰۰ می باشند، بیانگر کفایت کلی مدل است. قرار گرفتن عدد مربوط به آزمون دوربین - واتسون در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پیاپی در مدل است. با رجوع به معیار VIF نیز وجود همخطی بین متغیرهای مستقل نیز رد می شود. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۱۰ می توان دید که ضریب مربوط به شاخص تعدیلگر، ۰/۵۱ با سطح معناداری ۰/۰۳۱۱ است که نشان می دهد که مالکیت نهادی دارای اثر تعدیلگر افزایشی بر رابطه بین نقدشونددگی سهام و مازاد اهرم مالی است؛ بنابراین فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می شود.

### ۷. بحث و نتیجه گیری

اهرم مالی به معنی استفاده از ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش سود سرمایه گذاری است. یک شرکت یا سرمایه گذار می تواند به غیر از دارایی ها و سرمایه اش، بدون اینکه سرمایه گذار جدیدی اضافه شود، از طریق قرض گرفتن (ایجاد بدهی) سرمایه و فعالیت های مالی خود را افزایش دهد. این روزها شرکت های بورس برای تامین منابع و درآمد شرکت

به جای این که تعداد سهامداران را بیشتر بکنند از این کار استفاده می کنند زیرا این کار به نفع شرکت و مدیران آن است. حال به آن می پردازیم مزیتی که استفاده از آن دارد این است که اهرم مالی نسبت به منتشر کردن سهام جدید که می دهند و دعوت سرمایه گذاران برای آن، در این است که سودهای افزایش یافته از جای سرمایه گذاری های جدید، بین همه ی سهامداران توزیع نمی شوند. چنانچه نقدشوندگی در شرکت بالا باشد، شرکت نسبت به شرکتهای هم صنعت خود از میانگین پایین تری از اهرم استفاده می کند. این بدان معناست که با توجه به وضعیت دشوار فعالیت های اقتصادی شرکتهای در سالهای اخیر که متاثر از تحریم و تورم بوده است، شرکتهای استفاده از اهرم مالی را پرریسک تر از آورده سهامداران تلقی کرده و بدین ترتیب افزایش نقدشوندگی به مفهوم دریافت منابع مالی ارزان قیمت باعث کاهش تمایل به استفاده از وام و بدهی پر بهره شده است. این یافته با نتیجه مطالعه یحیی زاده و همکاران (۱۳۸۷) و زیلین و همکاران (۲۰۲۰)، همسوست. با اینحال نتیجه به دست آمده را می توان با یافته های حیدری و همکاران (۱۳۹۰) و امامعلی زاده و محمدی (۱۳۹۸) که بیان داشته اند که این دو شاخص بر روی هم تأثیر معناداری ندارند مغایر دانست. در عین حال بخش دیگر نتایج نشان می دهد که افزایش حضور مالکان نهادی در ترکیب سهامداران باعث افزایش تأثیر منفی نقدشوندگی بر مازاد اهرم می شود. به عبارتی با افزایش درصد مالکیت نهادی در شرکت، با افزایش سازوکارهای کنترلی و نظارتی توسط سهامداران نهادی که سهامدارانی پر قدرت و با نفوذ و متخصص هستند، سطح نقدشوندگی شرکت افزایش یافته و به تبع آن نیاز شرکت به اخذ وام کاهش یافته و اهرم مالی نیز کم خواهد شد. این یافته اگرچه در تحقیقات داخلی فاقد نتیجه مشابه است اما در تحقیقات خارجی مشابه با یافته های زیلین و همکاران (۲۰۲۰) است که سهامداران نهادی را عاملی برای افزایش نقدشوندگی می دانند.

### پیشنهاد مبتنی بر نتایج پژوهش

۱. با توجه به آنکه بر اساس نتایج به دست آمده، شرکتهایی با نقدشوندگی پایین تر، مازاد اهرم مالی نسبت به میانگین صنعت دارند، به سرمایه گذاران و اعتباردهندگان توصیه می شود تا برای سرمایه گذاری ضمن توجه به این مسئله، شرکتهایی را مورد توجه قرار دهند که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار هستند.
۲. همچنین به مدیران توصیه می شود تا تمام تلاش خود را برای افزایش نقدشوندگی سهم به کار گیرند چرا که در غیر اینصورت مجبور خواهند شد تا اهرم مالی بالاتری نسبت به سایر شرکتهای هم صنعت اتخاذ نمایند و این می تواند هزینه بهره را افزایش دهد. کوتاه شدن فاصله زمان مجامع تا بازگشایی سهم و همچنین بازارگردانی مطلوب از جمله فعالیت هایی است که شرکت می تواند مورد توجه قرار دهد.
۳. علاوه بر این با توجه به نتایج به دست آمده، سرمایه گذاران و اعتباردهندگان می توانند در تصمیمات سرمایه گذاری خود، به حضور مالکان نهادی توجه نمایند. حضور این مالکان می تواند تأثیر نامطلوب عدم نقدشوندگی بر مازاد اهرم را تعدیل نمایند.

### پیشنادهایی برای پژوهش های آتی

۱. بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر مازاد اهرم مالی با سایر معیارهای نقدشوندگی
۲. بررسی تأثیر رتبه نقدشوندگی شرکت بر مازاد اهرم مالی
۳. بررسی موضوع به تفکیک صنایع مختلف
۴. بررسی تأثیر سایر انواع ساختار مالکیت به عنوان متغیر تعدیلگر مانند مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و ...

## منابع و ماخذ

- ابراهیمی، کاوه، سربازی آزاد، صمد، ۱۳۹۴، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و انحراف از وجه نقد بهینه، مجله دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۴، ص ۱۲۰-۱۰۱
- احمدپور، احمد؛ رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، ۲۰، ۳۸-۱۳.
- امامعلی زاده، نیر و محمدی، احمد (۱۳۹۸)، رابطه نقد شوندگی سهام با اهرم مالی، کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و بانکداری در هزاره سوم، تهران
- جعفری، بهنام و قریشی، داوود (۱۳۹۸)، سرمایه گذاری، اهرم مالی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی شاهرود
- خادم عزیززاده، امیر؛ حنجری، سارا و رسائیان، امیر (۱۳۹۴)، نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن اهمیت حاکمیت شرکتی و محدودیتهای مالی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۴، صص ۴۷۸-۴۶۱
- خدادای، ولی؛ عربی، مهدی و آل بوعلی، صادق (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر عدم اطمینان محیطی بر مدیریت سود، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۶، صص ۵۱-۶۶
- دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم (۱۳۹۷)، سیاستهای تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۲۳، صص ۱۵۷-۱۷۵
- سهیلی، کمال، امیریان، سعید، ۱۳۹۳، بررسی رابطه بین نقد شوندگی و نرخ یازده سهام با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه علمی-پژوهشی اقتصاد کلان، سال نهم، شماره ۱۸:۷۸-۵۷
- صلواتی، شاپور؛ رسائیان، امیر. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران. نامه اقتصادی مفید، شماره ۶۳، ۱۶۳-۱۴۳.
- عسگرزاده، غلامرضا (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران
- کحگللو، محمد و خدابخشی، محمد (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکتی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
- قالیباف اصل، حسن. حسن پوردبیر، وحید. ۱۳۹۳، بررسی رابطه بین نقد شوندگی سبد سهام و نقد شوندگی سهام شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. شماره ۵۶، ص ۱۰۲-۸۷
- کرباسییزدی، حسین و سیدسعید دریاباری (۱۳۹۴)، شوک نقدشوندگی وبازده موردانتظار آن مورد مطالعه هشرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، شماره ۱۱، صص ۴۹-۶۱
- مهرانی، سعید و باقری، بهرام (۱۳۸۸)، «بررسی اثر جریانهای نقد آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود»، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، ص ۷۱-۵۰.
- نیرگری، مهدی و توکل نیا، اسماعیل، ۱۳۹۳، اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، شماره ۲۲، ص ۳۵-۵۰

- هاشمی، عباس، قجاوند، سحر و زیبا قجاوند (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر سطوح مختلف معیارهای نقدشوندگی بر صرف بازده سهام با استفاده از مدل چهارعاملی فاما و فرنیچ، مدیریت دارایی و تامین مالی شماره ۲، صص ۸۶-۶۹
- یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهابالدینوسیدجعفر لاریمی (۱۳۹۰)، بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۱۲، صص ۱۱۱-۱۲۸
- یحیی زاده فر، محمود و طارعی، حسن، ۱۳۹۱، بررسی تأثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۱۵، صص ۱-۱۶
- Aitken, M. And Comerton-Forde, C. (2003). How should liquidity be measured?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11,45-59
- Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J., 2005. The impact of leverage on firm investment: canadian evidence. *J. Corp. Financ.* 11 (1-2), 277-291.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5,31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., Pedersen, L.H. (2005). Liquidity and asset prices. [pdf] America: nowpublishers. Available at: <http://www.gigapedia.com>.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., Zhang, T., 2016. Political uncertainty and corporate investment: evidence from China. *J. Corp. Financ.* 36, 174-189.
- Anginer, Deniz (2010). Liquidity Clienteles: Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors. World Bank Research Group.
- Bebchuk, Lucian Arye and Jesse M. Fried. (2003). "Executive compensation as an agency problem". *Journal of Economic Perspectives*, 17, 3 (Summer):71-93.
- Bebchuk, Lucian Arye. (2005a). "The case for increasing shareholder power". *Harvard Law Review*, 118,3(January): 833-914.
- Beber, A., Brandt, M. W., Kavajecz, K. A. (2009). Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the Euro-area bond market. *Review of Financial Studies*, vol. 22(3), 925- 957
- Brito J. A., John K. (2002). *Leverage and growth opportunities: risk avoidance induced by risky debt*. working paper University of New York, Salomon Centre (Stern School of Business).
- Bebchuk, Lucian Arye. (2005b). "The myth of the shareholder franchise". *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 565*. SSRN.com/abstract=829804.
- Baum, C.F., Caglayan, M., Talavera, O., 2010. On the investment sensitivity of debt under uncertainty. *Econ. Lett.* 106 (1), 25-27.
- Edmans, A., Fang, V.W., Zur, E., 2013. The effect of liquidity on governance. *Rev. Financ. Stud.* 26 (6), 1443-1482.
- Faccio, M., Lang, L.H., Young, L., 2010. Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence. *J. Int. Bus. Stud.* 41 (1), 88-104.
- Foronda, O., Silanes, F., Lopez, F., 2018. Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 96-104
- Firth, M., Lin, C., Wong, S.M., 2008. Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: evidence from China. *J. Corp. Financ.* 14 (5), 642-653.
- Gebauer, S., Setzer, R., Westphal, A., 2018. Corporate debt and investment: a firm-level analysis for stressed euro area countries. *J. Int. Money Finance* 86, 112-130
- Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, Vol 49, pp.95-115
- Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Asset Liquidity and Stock Liquidity. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Harris, L. (2003). *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*. Oxford University Press: New York et al.
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 485-520.
- Hovakimian, A G., Hovakimian, G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. *European Financial Management*, 15 (1): 47-65.

- Huang, R. (2008). The effect of monetary tightening on local banks. *Working Papers 08-20, Federal Reserve Bank of Philadelphia*.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-overs. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jiang, F., Ma, Y., Shi, B., 2018. Stock liquidity and dividend payouts. *J. Corp. Financ.* 42 (2), 295–314
- Lee, Cheng.Few, (2009). CashHoldings, Corporate GovernanceStructureand Firm Valuation, *Review of PacificBasin Financial Marketsand Policies*, Vol.12, No. 3, pp. 475-508.
- Liu, Q., Tian, G., 2012. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from Chinese non-tradable share reform. *J. Corp. Financ.* 18 (4),782–803.
- Phan, Q.T., 2018. Corporate debt and investment with financial constraints: vietnamese listed firms. *Res. Int. Bus. Financ.*
- Rubin, A., (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, *Journal of Financial Markets*, 10(3),219-248.
- Ubbard, R. (1998), “Capital-Market Imperfections and Investment”,*Journal of Economic Literature*, 36:193-225.
- Uddin, M. (2009). Reexamination of stock liquidity risk with a relative measure. *Studies in Economics and Finance*, 26,24-35.
- Wankhade, L. &Dabade, B. (2006). Analysis of quality uncertainty due to information asymmetry. *International Journal of Quality & Reliability Management*. Vol. 32(2): 230 – 241.
- Vo, X.V., 2018. Leverage and corporate investment–Evidence from Vietnam. *Financ. Res. Lett.*
- Zili, C., Kang, J., Wei,H., 2020. Stock liquidity and excess leverage. *J. Finance Research Letters*. 32 (2), 201–208.



## the effect of stock liquidity on excess financial leverage with respect to the moderating role of institutional ownership

Fatemeh Ghodrati<sup>1</sup>  
Mahsa ghajar Beigi<sup>\*2</sup>

Date of Receipt: 2021/07/23 Date of Issue: 2021/08/18

### Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of stock liquidity on excess financial leverage with respect to the moderating role of institutional ownership. The present research is in terms of correlation method and is considered as an applied research goal. The statistical population of the study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical sample was prepared by screening method (systematic removal), equal to 112 companies. The study period is a 10-year period during the years 1389 to 1398. The data analysis method is multivariate regression based on panel data using Ivory software. The results of the research show that stock liquidity has a negative and significant effect on excess financial leverage. The results also show that institutional ownership has a moderating effect on the relationship between stock liquidity and excess financial leverage.

### Keywords

stock liquidity, financial leverage, institutional ownership

1. Department of Management, Faculty of Management and Accounting, University of Ghiaseddin Jamshid Kashani, Iran, Iran (arezoo.qodrati@yahoo.com).

2. Department of Management, Faculty of Management and Accounting, University of Ghiaseddin Jamshid Kashani, Iran

