

بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام

علی اصغر شاکری^۱

احمد مطوری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۲۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۲/۲۴

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام است. دوره پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ و نمونه آماری متشکل از ۱۶۰ شرکت (۱۶۰۰ شرکت - سال) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، ابتدا، رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، در قالب یک فرضیه بررسی شد. سپس، اثر تعاملی ساختار مالکیت و ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر نقدشوندگی سهام در قالب سه فرضیه دیگر سنجیده شد. ساختار مالکیت در پژوهش حاضر شامل مالکیت نهادی، مدیریتی و تمرکز مالکیت است. نتایج بررسی مدل‌های پژوهش، حاکی از آن است که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) ارتباط منفی (مثبت) و معناداری وجود دارد. همچنین، برآزش مدل‌های دوم تا چهارم، نشان می‌دهد که اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معنادار و اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط منفی و معناداری دارد؛ اما اثر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام، بی‌تأثیر است؛ بنابراین، اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی می‌تواند منجر به افزایش نقدشوندگی سهام و اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی می‌تواند منجر به کاهش نقدشوندگی سهام شود.

واژگان کلیدی

ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، نقدشوندگی سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: alishakeri87@yahoo.com)

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (ahmadmatouripgu95@gmail.com)

۱. مقدمه

ساختار مالکیت یکی از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود که انگیزه مدیران را تحت تاثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد (کومار، ۲۰۰۵)؛ بنابراین، یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت‌ها، ترتیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام شرکت‌ها در دست سهامداران عمده است. با آگاهی از ساختار مالکیت، می‌توان استراتژی‌های اساسی و مناسب در پیشبرد اهداف شرکت‌ها را تدوین نمود. یکی از این استراتژی‌ها، تعیین ساختار بهینه سرمایه است که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶).

تعیین ساختار سرمایه، به معنای نحوه تأمین مالی شرکت‌ها بر ارزش و بازده شرکت تأثیرگذار است. تصمیم‌گیری در ارتباط با نحوه تأمین مالی و تعیین ساختار سرمایه، باید به نحوی باشد که هزینه سرمایه شرکت به حداقل برسد و در نتیجه، ارزش شرکت و بازده سهامداران حداکثر شده و انتظار سهامداران نیز برآورده شود (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶). به طور کلی، ساختار سرمایه به ترکیب منابع مورد استفاده برای تأمین مالی اشاره دارد و در پی رسیدن به حدی از تعادل میان دو منبع اصلی تأمین مالی، یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام است که بتواند در آن نقطه، ارزش شرکت را به حداکثر برساند و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را تا حداقل ممکن کاهش دهد (اصولیان و باقری، ۱۳۹۵).

وام و سهام، به عنوان دو گروه اصلی تأمین مالی شرکت‌ها معرفی شده‌اند (ستایش و همکاران، ۱۳۸۸). در این بین، استفاده از منابعی که از ایجاد بدهی حاصل شده‌اند، ضمن ایجاد مقدار قابل توجهی هزینه ثابت، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک بیشتر خواهد گردید. همین امر موجب بد شکل گرفتن ساختار سرمایه و افزایش اهرم مالی می‌شود (مورتال و لیسون، ۲۰۱۰). انتظار می‌رود که افزایش اهرم مالی منجر به کاهش نقدشوندگی سهام و افزایش ریسک شرکت شود (مورتال و لیسون، ۲۰۱۰؛ اصولیان و باقری، ۱۳۹۵). در شرکت‌های با ریسک بالا، سرمایه‌گذاران انتظار بازده بیشتری خواهند داشت و همین امر مجدداً منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌شود (مورتال و لیسون، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، منطقی است که مدیران شرکت‌ها به دنبال کاهش ریسک شرکت باشند و این مهم می‌تواند از طریق ایجاد تعادل بین مزیت حاصل از بکارگیری بدهی و افزایش هزینه‌هایی همچون هزینه نمایندگی و انتشار سهام حفظ شود (اصولیان و باقری، ۱۳۹۵).

بنابراین، این انتظار وجود دارد، شرکت‌هایی که از انتشار سهام بیشتری به عنوان منبع تأمین مالی بهره‌برند و هنگام تأمین مالی، از حقوق صاحبان سهام در مقایسه با بدهی، بیشتر استفاده نمایند سهام آن‌ها از نقدشوندگی بیشتری برخوردار باشد (خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱؛ اصولیان و باقری، ۱۳۹۵). به طور کلی، انتظار بر این است که در شرکت‌هایی که از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود استفاده نموده‌اند، سهامشان از نقدشوندگی کمتری برخوردار باشد. در این راستا، ضروری است که مشخص شود "آیا نقدشوندگی سهام در شرکت‌های سهامی دارای سطوح بالای بدهی که تحت نظارت بیشتری از سوی اعتباردهندگان قرار دارند با نقدشوندگی سهام در شرکت‌های با سطوح پایین بدهی متفاوت است؟".

از آنجا که هیچ یک از پژوهش‌های انگشت‌شمار صورت گرفته در خصوص عوامل تأثیرگذار بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر این رابطه نپرداخته‌اند؛ لذا در پژوهش حاضر، سعی بر آن است که ابتدا، رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام سنجیده شود و سپس تأثیر

ساختار مالکیت بر این رابطه، بررسی شود. به طور کلی، هدف از این پژوهش، پاسخگویی به این سؤال است که "آیا ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام مؤثر است؟". لذا، دستاورد و نوآوری پژوهش حاضر، افزایش دانش مخاطبین در زمینه ارتباط بین ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، همراه با یافته‌های تجربی و مستند از موضوع، در بازار سرمایه ایران خواهد بود.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری مربوط به ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، پیشینه تحقیق و فرضیه‌ها ارائه می‌شود. سپس، روش و الگوهای پژوهش تشریح شده و یافته‌های تجربی آزمون فرضیه‌ها، مطرح می‌گردد. در نهایت، با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، بحث و نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌های مطالعه، ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تأثیر چشم‌گیری بر روش کنترل شرکت‌ها داشت و بدین ترتیب، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت (کنترل) منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، بنام «مسئله نمایندگی» شد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۹). یکی از اصلی‌ترین سازوکارهای مؤثر در کاهش این مسئله، حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی بیانگر فرآیند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، برای حصول اطمینان از همسویی عملکرد آن‌ها با منافع سهامداران و دستیابی شرکت به اهداف تعیین‌شده، کنترل ریسک و مصرف بهینه منابع تعریف می‌شود (آگویرا و همکاران، ۲۰۱۸؛ مقدم و مؤمنی‌یانسری، ۱۳۹۱). مهمترین عناصر آن عبارتند از سهامداران و نحوه مالکیت آن‌ها، اعضای هیئت مدیره و ترکیبات آن و غیره (مقدم و مؤمنی‌یانسری، ۱۳۹۱)؛ بنابراین، یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت‌ها نحوه مالکیت و به‌خصوص تمرکز مالکیت سهام شرکت‌ها در دست سهامداران عمده، به عنوان عناصری از حاکمیت شرکتی است (کومار، ۲۰۰۵).

مالکیت از معدود مباحثی است که کمتر مورد بحث قرار می‌گیرد ولی بیش‌ترین تأثیر را بر شبکه تصمیم‌گیری داراست. ساختار مالکیت عبارت است از ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت آن‌ها (عبدی و همکاران، ۱۳۹۶). این ساختار به صورت‌های مالکیت نهادی، مالکیت حقیقی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خارجی، مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت، بررسی می‌شود. در ادامه به شرح چند نوع ساختار مالکیتی که در پژوهش حاضر مورد استفاده قرار گرفته‌اند، پرداخته می‌شود.

مالکیت نهادی: مالکیت نهادی عبارت است از بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرار دارد. سهامداران نهادی شامل شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند (کوه، ۲۰۰۳). سرمایه‌گذاران نهادی که سرمایه‌گذاران ماهری هستند و ثروت و منابع مالی زیادی دارند، گرایش بیشتری در به دست آوردن و استفاده از اطلاعات گران‌بها، با ارزش، به موقع و مربوط‌تر، برای پیش‌بینی قدرت سودآوری آتی شرکت‌ها و کشف مدیریت سود، نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند (جامعی و لطفی، ۱۴۰۰)؛ بنابراین، این توانایی را دارند تا با نقش‌کنترلی خود، مانع از سیاست‌ها و فعالیت‌های مدیران در استفاده از مدیریت سود فرصت‌طلبانه شوند و کنترل فعالیت‌های اصلی شرکت را در دست بگیرند تا مدیران در بلندمدت به گونه‌ای عمل کنند که به شرکت صدمه‌ای وارد نشود. البته ذکر این نکته حائز اهمیت است که این سهامداران می‌توانند با دسترسی بیشتر به اطلاعات محرمانه سبب پیدایش اطلاعات نامتقارن بین خود و سهامداران خرد شوند. همچنین، سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بر خلاف سهامداران نهادی بلندمدت، آشکارا و بی‌پرده به افزایش سود کوتاه‌مدت علاقه-

مند هستند (والری و جنکینز، ۲۰۰۶)؛ بنابراین، به شرکت‌ها فشار می‌آورند که بیشتر بر سودهای کوتاه‌مدت تاکید نمایند تا بر سودهای بلندمدت و این امر می‌تواند برای حیات بلندمدت و آینده سرمایه‌گذاران زیان‌آور باشد. بررسی مبانی نظری مرتبط با نحوه تأثیر مالکیت نهادی بر نقدشوندگی سهام حاکی از تناقضاتی مبنی بر تأثیر مثبت و منفی وجود دارد. کومار (۲۰۰۵) و کیان و همکاران (۲۰۱۷) معتقدند که مالکیت نهادی از طریق افزایش توجه سرمایه‌گذاران به سهام شرکت و تسهیل تجارت در طولانی مدت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شوند اما یافته‌های پژوهش کوتنو (۲۰۰۹) نشان می‌دهد سهامداران نهادی با کاهش سهام شناور در بازار موجب کاهش نقدشوندگی سهام می‌شوند. در ایران نیز رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) و امیرحسینی و نکونام (۱۳۹۲) معتقدند که مالکیت نهادی نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، بدیهی است که در پژوهش حاضر این ارتباط نیز معنادار فرض شود.

مالکیت مدیریتی: مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام متعلق به مدیران شرکت تعریف می‌شود (عبدی و همکاران، ۱۳۹۶). سطوح مالکیت مدیریتی، متفاوت است. این سطوح می‌تواند به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیران و مالکان مورد استفاده قرار گیرد. تفکیک مدیریت و مالکیت نه تنها مضر نیست، بلکه با انتقال مالکیت از سرمایه‌داران به مدیران و متخصصان، کارایی به وجود می‌آید. وجود مالکیت مدیریتی بالا، منجر به کاهش شکاف بین مالکیت و مدیریت، هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و همسویی منافع مدیران و سهامداران می‌شود. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند (چن، ۲۰۱۷؛ عبدی و همکاران، ۱۳۹۶). به طور کلی، مدیرانی که در مالکیت شرکت سهم دارند با کارایی بیشتری کار می‌کنند و این امر به نوبه خود منجر به بهره‌برداری سودآور از دارایی‌ها می‌شود؛ اما باید به این نکته نیز توجه داشت که مالکیت مدیریتی خیلی بالا ممکن است منجر به جبهه‌گیری مدیریتی شود (مورک و همکاران، ۱۹۸۸). نتایج پژوهش خان و واسیم (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد و سبب افزایش آن می‌شود اما نتایج پژوهش کومار (۲۰۰۵) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار میان مالکیت مدیران و ساختار سرمایه است؛ بنابراین، مجدداً بررسی مبانی نظری پژوهش نشان می‌دهد که رابطه میان مالکیت مدیران و ساختار سرمایه و به تبع آن اثر تعاملی این دو متغیر بر نقدشوندگی سهام در پژوهش‌های مختلف، متفاوت است؛ اما با توجه به معنادار شدن این رابطه در برخی از مطالعات، در پژوهش حاضر نیز این رابطه معنادار فرض شده است.

تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده تعلق داشته باشد (درویتز و همکاران، ۲۰۱۸). سهامداران عمده، درصد قابل توجهی از سهام شرکت را در اختیار دارند که به نوبه خود می‌توانند اداره شرکت را در دست بگیرند. وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت فراهم می‌گردد. هم‌پوشانی بیشتر بین مالکیت و کنترل منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌گردد. مالکیت متمرکز به صورت قابل توجهی در سهامداران عمده ایجاد انگیزه می‌کند و به موازات افزایش سهم آن‌ها در شرکت، انگیزه‌های آن‌ها نیز برای بهبود عملیات شرکت و کنترل مدیریت، بیشتر می‌شود؛ اما بررسی پژوهش‌های پیشین در ارتباط با تأثیر تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام حاکی از آن است که مالکیت متمرکز، قابلیت نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد (لیلاکاسمینستر، ۲۰۱۴؛ افغان و همکاران، ۲۰۱۷).

بدیهی است که تمرکز مالکیت، درصد شناور سهام را کاهش و به تبع آن کاهش حجم و گردش معاملات و نقدشوندگی سهام می‌شود؛ بنابراین، در این راستا رابطه تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام نیز معنادار فرض شده است. مشخص است که تعیین ترکیب سهامداران شرکت‌های سرمایه‌پذیر و نوع ساختار مالکیت آن‌ها می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران مؤثر باشد. یکی از مهم‌ترین تصمیمات سرمایه‌گذاری، تدوین استراتژی‌های اساسی و مناسب در پیشبرد اهداف شرکت‌ها است. همانطور که پیش‌تر ذکر گردید نحوه شکل‌گیری ساختار سرمایه به عنوان تصمیم استراتژیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶). یکی از بهترین ابزارهای تعیین میزان ساختار سرمایه، اهرم مالی است. این اهرم یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی است و استفاده و جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه دارد. نسبت اهرمی، میزان بدهی به سهام را در بافت سرمایه شرکت نشان می‌دهد و هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه بیشتر باشد، اهرم بالاتر خواهد بود (اصولیان و باقری، ۱۳۹۵). بالا بودن اهرم مالی، زنگ خطر برای مدیران بشمار می‌رود، زیرا افزایش این اهرم ریسک مالی شرکت و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و ارزش شرکت را نیز به خطر خواهد انداخت.

مدیران شرکت‌ها برای افزایش ارزش سهام شرکت‌ها اغلب درصدد اتخاذ تصمیمات مناسب برای دستیابی به بهینه‌ترین ترکیب منابع مختلف سرمایه‌ای هستند (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶). در زمینه ترکیب بهینه منابع سرمایه‌ای، نظریه‌های متفاوتی مطرح گردیده است. بر اساس این نظریه‌ها، گروهی معتقدند که شرکت باید از حداکثر وام در ساختار مالی خود استفاده کند و برخی دیگر اعتقاد دارند که هیچ دلیلی وجود ندارد که بتوان بر اساس آن برتری وام را به اثبات رساند و شاید انتشار سهام و استفاده از منبع حقوق صاحبان سهام مطلوب‌تر باشد (خلیفه سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). هر یک از روش‌های تأمین مالی دارای مزایا و معایب خاص خود می‌باشد. گرفتن وام و ایجاد بدهی، علی‌رغم این که در ابتدا ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، ولی استفاده بیش از حد آن، منجر به افزایش ریسک مالی، بازده مورد انتظار سهامداران و وام‌دهندگان، نرخ مؤثر بدهی و هزینه‌های مالی شرکت می‌گردد و استفاده از منبع حقوق صاحبان سهام، معمولاً موجب کاهش بازده سهام می‌شود (حساس‌یگانه، ۱۳۸۹). در نتیجه، ساختار بهینه سرمایه باید بین دو حد استفاده از بدهی و انتشار سهام شکل بگیرد (ستایش و همکاران، ۱۳۸۸). اگر شرکتی از انتشار سهام، در جهت تأمین مالی استفاده می‌کند ضروری است که به قدرت نقدشوندگی آن توجه کند زیرا در صورتی که سهام شرکت از نقدشوندگی بالایی برخوردار نباشد، شرکت مجبور می‌شود که دوباره از وام استفاده کند و به تبع آن ریسک مالی افزایش یابد (مورتال و لیسون، ۲۰۱۰).

نقدشوندگی سهام به معنای توانایی سرمایه‌گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است. به عبارتی هر چه حجم و گردش معاملات سهام بالاتر باشد، نقدشوندگی سهام بیشتر می‌شود (جان و همکاران، ۲۰۰۳). خرید سهام با قدرت نقدشوندگی بالا با کاهش ریسک، افزایش انگیزه معاملات و کاهش بازده مورد انتظار از سوی سرمایه‌گذاران منطقی، همراه است؛ زیرا خرید چنین سهامی باعث افزایش قدرت فروش آن در قیمت مناسب و کاهش هزینه معاملات می‌شود (لیم و همکاران، ۲۰۰۸)؛ بنابراین، نقدشوندگی سهام منجر به کشف بهتر قیمت‌ها، کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، کارایی بازار و ایجاد ارزش برای شرکت‌ها می‌شود (مورتال و لیسون، ۲۰۱۰؛ خلیفه سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱).

۲-۱. پیشینه پژوهش

در رابطه با موضوع اصلی پژوهش، مطالعات چندانی صورت نگرفته است. بنابراین، در ادامه به برخی از پژوهش‌هایی که تا حدی با موضوع پژوهش حاضر ارتباط دارند، اشاره می‌شود.

زیتون و گائوید (۲۰۲۱) رابطه غیر خطی بین مالکیت خارجی و اهرم مالی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد که مالکیت خارجی بر اهرم مالی شرکت اثر آستانه‌ای دارد.

هوآنگ و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی ارتباط ساختار مالکیت (مالکیت دولتی) و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین بین سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مالکیت دولتی به دو طریق بر اهرم مالی تأثیر می‌گذارد. تأثیر مالکیت دولتی بر اهرم بستگی به این دارد که آیا دولت بزرگترین سهامدار در یک شرکت است یا این که مالکیت دولت از طریق یک شرکت دولتی است.

البنان (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه در بازار سهام مصر بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ (۱۳۸۶ شرکت-سال) پرداخته است. وی ابتدا، با استفاده از تجزیه و تحلیل تک متغیره، به یک رابطه مثبت بین نقدشوندگی و اهرم دست یافت. هر چند که ایشان معتقدند این رابطه مثبت برخلاف پیشینه پژوهش است. علاوه بر این، شواهد نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خانوادگی و اهرم وجود دارد.

خان و واسیم (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت‌های غیرمالی پاکستان پرداختند. دوره آزمون این پژوهش بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ است. نتایج این بررسی نشان داد مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد.

لیلاکاسمست (۲۰۱۴) به بررسی تمرکز مالکیت، نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه در شرکت‌های سهامی تایلند بین سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۱ پرداخته است. وی از اهرم مالی برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه استفاده کرده است. وی معتقد است که در تایلند شرکت‌های سهامی دارای تمرکز مالکیت بالا از نقدشوندگی پایینی برخوردارند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر تعاملی تمرکز مالکیت و حجم معاملات تأثیر معنادار و منفی بر اهرم شرکت (در دوره بحران و غیر بحران) دارد.

ایدوم‌زیروکو و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه در شرکت‌های تایلندی پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های دارای سهام نقدشونده‌تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدهی در ساختار سرمایه‌شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می‌دهند.

فریدر و مارتل (۲۰۰۶) به بررسی اثر متقابل نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک در سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که با کاهش نقدشوندگی (افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش)، اهرم مالی افزایش می‌یابد.

در ایران، اصولیان و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر منافع نگهداری وجه نقد در ریسک نقدشوندگی سهام شرکت‌های رشدی یا دارای محدودیت مالی پرداختند. نتایج نشان داد وجه نقد مازاد، تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین، در بررسی شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی، مشخص شد برای شرکت‌هایی که فرصت رشد یا محدودیت مالی دارند، رابطه بین وجه نقد مازاد و نقدشوندگی سهام شرکت شدیدتر است.

دیدار و بیکی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

نبوی چاشمی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی ارتباط نقدشوندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که ارتباط مثبت اما بی معنی بین میزان نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد و همچنین سودآوری و ارزش بازار دارایی به ارزش دفتری دارایی بر این رابطه موثر است.

ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد.

امیرحسینی و نکونام (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از تأثیر معکوس و معنادار مالکیت دولتی بر نقدشوندگی سهام و تأثیر مستقیم درصد سهام شناور آزاد و مالکیت نهادی بر نقدشوندگی سهام است. در حالی که اهرم مالی و تامین سرمایه درونی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری ندارد.

در مجموع، پژوهش‌های پیشین در ایران، تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام را به شکل تجربی مورد بررسی قرار نداده‌اند؛ این در حالی است که در خارج از کشور نیز فقط تعداد انگشت‌شماری از پژوهش‌ها برای نمونه، لیلاکاسمست (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، پرداخته است؛ بنابراین، بر اساس بررسی پیشینه پژوهش، انتظار می‌رود که ساختار مالکیت به عنوان ابزار مهم حاکمیت شرکتی با تأثیر بر انگیزه مدیران در اتخاذ تصمیمات استراتژیک همانند تصمیم‌گیری در مورد نحوه تعیین ساختار سرمایه موثر باشد. از طرفی، مشخص گردید که ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام موثر است؛ بنابراین، انتظار بر این است که ساختار مالکیت از طریق تأثیر بر اهرم مالی، نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عبارتی، می‌توان مدعی شد ساختار مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأثیرگذار است. بنابراین، به منظور دستیابی به اهداف پژوهش و بر مبنای پیشینه نظری و تجربی ارائه شده، چهار فرضیه به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: ساختار سرمایه (اهرم مالی) تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.

فرضیه دوم: مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.

فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.

فرضیه چهارم: تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است و از نظر جمع‌آوری داده‌ها از نوع توصیفی و همبستگی با استفاده از روش‌های رگرسیونی است. در پژوهش حاضر ابتدا، از روش کتابخانه‌ای برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه پژوهش استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش تخمین رگرسیون استفاده شده است. داده‌های پژوهش حاضر از طریق نرم‌افزارهای رهاورد نوین، تدبیرپرداز و سایت بورس اوراق بهادار گردآوری و از طریق نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۱۶ آماده تجزیه و تحلیل شد. لازم به ذکر است که اطلاعات مرتبط با ساختار مالکیت از جمله مالکیت نهادی، مدیریتی و تمرکز مالکیت از طریق گزارش فعالیت هیأت مدیره و نرم‌افزار رهاورد نوین بدست آمده است. به عنوان مثال برای کسب اطلاعات مرتبط با مالکیت مدیریتی ابتدا از طریق گزارش فعالیت هیأت مدیره، اسامی مدیران و هیأت مدیره جمع‌آوری و سپس از طریق نرم‌افزار رهاورد نوین، درصد مالکیت این افراد محاسبه شده است. قلمرو زمانی پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۹ (۱۶۰۰ شرکت - سال) است. قلمرو مکانی پژوهش نیز شرکت‌های لیست‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به نمونه‌ای همگن و یکنواخت، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۹، سهام آن در بورس اوراق بهادار تهران به صورت فعال معامله شده باشد و در طی این دوره زمانی، توقف عمده (بیش از شش ماه) نداشته باشد.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۳. اطلاعات حسابداری شرکت‌ها که برگرفته از صورت‌های مالی آن‌ها است، برای دوره فوق موجود باشد.
۴. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی شرکت‌ها، جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، بیمه و بانک‌ها نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است. بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۶۰ شرکت بورسی به عنوان نمونه، انتخاب شدند.

۳-۱. مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

در ادامه، مدل‌های آماری و متغیرهای مربوط به هر یک از فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌گردد:

۳-۲. مدل مربوط به فرضیه اول:

بر اساس پژوهش خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) که معتقدند ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد؛ در این پژوهش نیز طبق رابطه زیر تأثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر نقدشوندگی سهام برآزش می‌شود.

$$\text{Sprid}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{Price}_{i,t} + \beta_3 \text{Volume}_{i,t} + \beta_4 \text{Vola}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} \quad (1)$$

در مدل (۱) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر نقدشوندگی سهام و متغیر وابسته و نیز اهرم مالی به عنوان معیار ساختار سرمایه و متغیر مستقل در نظر گرفته شده است.

شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش ($\text{Sprid}_{i,t}$): شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، به اختلاف بالاترین قیمت پیشنهادی خرید برای هر سهم در یک روز و کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش آن سهم در همان روز، اشاره دارد (کیان و همکاران، ۲۰۱۷). از مهم‌ترین عوامل مرتبط با نقدشوندگی سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است؛ به طوری که هر چه این اختلاف، کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می-

رسند و حجم معاملات سهام، افزایش می‌یابد. اندازه این شکاف در اوراق بهادار، یکی از معیارهای سنجش نقدشوندگی بازار و میزان هزینه مبادلات است. اگر شکاف، صفر باشد، دارایی مذکور بدون اصطکاک است (بارینوف، ۲۰۱۴؛ کیان و همکاران، ۲۰۱۷). گوینکو و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود ثابت می‌کنند که شاخص‌های شکاف قیمتی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی از اولویت بالاتری برخوردارند. بنابر پژوهش‌های کیان و همکاران (۲۰۱۷) و خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش طبق رابطه (۲) به‌دست می‌آید. از آن‌جا که در ایران، اطلاعات قیمت پیشنهادی افشا نمی‌شود، بنابراین، در پژوهش حاضر به جای بیشترین قیمت پیشنهادی خرید از بیشترین قیمت خرید و به جای کم‌ترین قیمت پیشنهادی فروش از کم‌ترین قیمت فروش سهام استفاده می‌شود. در این شاخص، ابتدا میانگین بیشترین قیمت خرید ($Bid_{i,t}$) و کم‌ترین قیمت فروش ($Ask_{i,t}$) روزانه سهام، محاسبه و سپس بر اساس آن، میانگین بیشترین قیمت خرید و کم‌ترین قیمت فروش سالانه به‌دست می‌آید.

$$Sprd_{i,t} = \frac{(Askprice - Bidprice)_{i,t}}{(Askprice + Bidprice)_{i,t}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

۲

اهرم مالی ($Lev_{i,t}$): ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن شرکت‌ها، تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند (دیدار و بیگی، ۱۳۹۶)؛ اما از آن‌جا که فریدر و مارتل (۲۰۰۶) و مونترال و لیسون (۲۰۰۹) معتقدند که بخش بدهی مرتبط با ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام مؤثر است، در این پژوهش صرفاً از اهرم مالی یا همان نسبت بدهی (کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها) به عنوان متغیر ساختار سرمایه (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴) استفاده شده است.

به منظور کنترل سایر عوامل احتمالی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها که با متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده، متغیرهای کنترلی به شرح ذیل در نظر گرفته شده‌اند:

قیمت سهام ($Price_{i,t}$): برابر است با میانگین قیمت پایانی سهام در یک سال (کیان و همکاران؛ ۲۰۱۷). بدیهی است که هنگام نزدیکی قیمت بازار سهم به قیمت ذاتی آن، نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد (خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). جهت همگن نمودن داده‌های مرتبط با این متغیر با سایر متغیرها از لگاریتم آن استفاده می‌شود.

حجم معاملات سهام ($Volume_{i,t}$): برابر است با لگاریتم متوسط حجم معاملات روزانه سهام شرکت i در سال مالی t (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). بدیهی است که در صورت افزایش حجم معاملات سهام، نقدشوندگی سهام نیز بیشتر خواهد شد؛ بنابراین، ضروری است که تأثیر این متغیر بر نقدشوندگی سهام نیز کنترل شود.

نوسانات بازده روزانه سهام ($Vola_{i,t}$): برابر است با میانگین انحراف استاندارد بازده روزانه سهام شرکت i در سال t (بارینوف، ۲۰۱۴؛ کیان و همکاران، ۲۰۱۷). بازده روزانه سهام نسبت به قیمت پایانی سهم در روز معاملاتی قبل محاسبه می‌شود.

اندازه شرکت ($Size_{i,t}$): اندازه شرکت، برابر است با ارزش بازار سهام شرکت که از طریق ضرب تعداد سهام منتشره در قیمت بازار سهام به‌دست می‌آید (کیان و همکاران؛ ۲۰۱۷؛ سلیمانی‌امیری و همکاران، ۱۴۰۰). از آنجایی که ارزش

بازار سهام، نسبت به سایر متغیرهای این پژوهش عدد بزرگی است، جهت استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام استفاده می‌شود.

۳-۳. مدل‌های مربوط به فرضیه‌های دوم تا چهارم:

در این مدل‌ها به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پرداخته می‌شود. ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت) به عنوان متغیر تعدیل کننده و ساختار سرمایه (اهرم مالی) به عنوان متغیر مستقل و نقدشوندگی سهام (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. متغیرهای کنترل در این مدل‌ها با مدل اول یکسان می‌باشند. مدل‌های رگرسیون مجازی مربوط به فرضیه‌های دوم تا چهارم به شرح رابطه‌های (۳ الی ۵) است:

$$\text{Sprid}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{Ins_Owner}_{i,t} + \beta_3 (\text{Ins_Owner}_{i,t} * \text{Lev}_{i,t}) + \beta_4 \text{Price}_{i,t} + \beta_5 \text{Volume}_{i,t} + \beta_6 \text{Vola}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} \quad \text{رابطه ۳}$$

$$\text{Sprid}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{Man_Owner}_{i,t} + \beta_3 (\text{Man_Owner}_{i,t} * \text{Lev}_{i,t}) + \beta_4 \text{Price}_{i,t} + \beta_5 \text{Volume}_{i,t} + \beta_6 \text{Vola}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

$$\text{Sprid}_{i,t} = \beta + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{Con_Owner}_{i,t} + \beta_3 (\text{Con_Owner}_{i,t} * \text{Lev}_{i,t}) + \beta_4 \text{Price}_{i,t} + \beta_5 \text{Volume}_{i,t} + \beta_6 \text{Vola}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} \quad \text{رابطه ۵}$$

اهرم مالی ($\text{Lev}_{i,t}$): برابر است با کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴).

مالکیت نهادی ($\text{Ins_Owner}_{i,t}$): مطابق با پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳) و ستایش و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها، شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است؛ اما از آنجا که در پژوهش حاضر مالکیت نهادی به عنوان متغیر تعدیلگر در نظر گرفته شده است، طبق پژوهش بنی مهد و همکاران (۱۳۹۵) که پیشنهاد نموده‌اند در چنین تحقیقاتی جهت تقویت تفسیر نتایج، متغیر تعدیلگر ابتدا به متغیر مجازی تبدیل و سپس وارد مدل شوند؛ در این پژوهش نیز از این قاعده استفاده شده است؛ بنابراین، پس از محاسبه درصد مالکیت نهادی ابتدا میانه این متغیر محاسبه و سپس به اعداد بیشتر یا مساوی از میانه عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر تعلق گرفته است.

مالکیت مدیریتی ($\text{Man_Owner}_{i,t}$): بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ستایش و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) و عبدی و همکاران (۱۳۹۶) نیز با این تعریف بکار برده شده است. طبق توضیحات مندرج در بخش نحوه اندازه‌گیری مالکیت نهادی، این متغیر نیز به متغیر مجازی تبدیل شده است.

تمرکز مالکیت ($\text{Con_Owner}_{i,t}$): در مورد تمرکز مالکیت تعاریف متفاوتی وجود دارد. در این پژوهش همانند پژوهش حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) بزرگترین سهامداران به تنهایی به عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است؛ بنابراین، تمرکز مالکیت در این پژوهش برابر است با نسبت سهام تحت تملک سهامداران عمده. سهامداران عمده،

سهامدارانی هستند که بیشترین درصد مالکیت سهام را دارا باشند. طبق توضیحات مندرج در بخش نحوه اندازه‌گیری مالکیت نهادی، این متغیر نیز به متغیر مجازی تبدیل شده است. لازم به ذکر است که متغیرهای تعاملی پژوهش حاضر از اثر ترکیبی (حاصل ضرب) متغیرهای ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بدست آمده‌اند. به عنوان مثال متغیر تعدیلگر مالکیت نهادی ($Ins_Owner_{i,t} * Lev_{i,t}$) از ضرب مالکیت نهادی و اهرم مالی بدست می‌آید.

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیلگر، اثر تعاملی و کنترلی این پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. با توجه به اطلاعات مندرج در جدول (۱) میانگین و میانه متغیر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌های مورد بررسی به ترتیب (۰/۰۲۷۶) و (۰/۰۲۹۵) است. از آنجا که مقدار میانگین و میانه در این متغیر نزدیک به (۰/۰۳) است، می‌توان ادعا نمود که این متغیر از توزیع نرمال برخوردار است. در محاسبه این متغیر از طریق تقسیم شکاف قیمت بر میانگین قیمت‌های خرید و فروش همگن‌سازی صورت گرفته است؛ پس بدیهی است که نزدیکی این شکاف به صفر حاکی از بالا بودن نقدشوندگی سهام شرکت‌های مورد بررسی است. همچنین نزدیکی انحراف معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (۰/۰۱۱۷) به میانگین آن حاکی از تجانس زیاد و پراکندگی کم داده‌های مرتبط با این متغیر است. کمینه و بیشینه اهرم مالی به ترتیب (۰/۰۵۵۲) و (۱/۰۵۰۱) است؛ بنابراین، در نمونه مورد بررسی، شرکت‌هایی وجود دارند که به دلیل داشتن زیان انباشته، دارای اهرم مالی بیش از یک هستند؛ اما میانگین این متغیر (۰/۵۸۴۴) نشان می‌دهد که ارزش دارایی‌ها در اغلب شرکت‌ها تقریباً دو برابر بدهی است. همچنین، بیشترین انحراف معیار در بین متغیرهای توضیحی تأثیرگذار بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، مربوط به حجم معاملات سهام با ضریب (۱/۹۱۰۱) است که می‌تواند ناشی از عوامل زیادی همچون درصد سهام شناور شرکت‌های مورد بررسی باشد. بررسی متغیرهای تعدیلگر نیز حاکی از آن است که به ترتیب فراوانی مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت شرکت - سال‌های مورد بررسی ۵۰، ۴۹ و ۵۲ درصد است. به عبارتی، بررسی متغیر تعدیلگر مالکیت نهادی به واسطه درصد فراوانی مربوط به آن نشان می‌دهد که ۵۰ درصد شرکت - سال‌ها دارای مالکیت نهادی هستند.

جدول (۱). نتایج آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش	۰/۰۲۷۶	۰/۰۲۹۵	۰/۰۱۱۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۵۲۴
اهرم مالی	۰/۵۸۴۴	۰/۶۱۲۵	۰/۱۸۳۶	۰/۰۵۵۲	۱/۰۵۰۱
اثر تعاملی مالکیت نهادی	۰/۳۱۲۵	۰/۰۳۴۸	۰/۳۴۵۸	۰/۰۰۰	۱/۰۵۰۱
اثر تعاملی مالکیت مدیریتی	۰/۲۸۹۳	۰/۰۰۰	۰/۳۳۵۱	۰/۰۰۰	۱/۰۵۰۱
اثر تعاملی تمرکز مالکیت	۰/۳۲۵۷	۰/۰۵۵۲	۰/۳۵۳۸	۰/۰۰۰	۱/۰۵۰۱
قیمت سهام	۳/۵۸۷۵	۳/۵۲۴۲	۰/۳۹۹	۲/۷۰۲۷	۴/۶۹۶۶

۱۸/۵۱۰۱	۶/۲۶۱۵	۱/۹۱۰۱	۱۲/۲۶۴	۱۲/۴۵۱	حجم معاملات سهام
۳/۶۳۹۵	۰/۰۰۰۶	۰/۳۹۷۲	۰/۱۳۵۹	۰/۲۸۱۲	نوسانات بازده روزانه سهام
۱۴/۰۱	۱۰/۴۸۷	۰/۶۹۴۹	۱۱/۸۷۴	۱۱/۹۶۵	اندازه شرکت
بیشینه	کمینه	درصد فراوانی	فراوانی	متغیر	
۱	۰	۵۰/۳۷	۸۰۶	مالکیت نهادی	
۱	۰	۴۹/۱۲	۷۸۶	مالکیت مدیریتی	
۱	۰	۵۲/۲۵	۸۳۶	تمرکز مالکیت	

۴-۲. آمار استنباطی

۴-۲-۱. آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

در این پژوهش بر مبنای کتاب بنی مهد و همکاران (۱۳۹۵)، از آزمون لوین، لین و چو جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که کلیه متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیلگر، تعاملی و کنترلی، به واسطه سطح معناداری کوچک‌تر از ۵ درصد، پایا هستند و استفاده از این متغیرها در مدل‌ها باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. همچنین، برای بررسی عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون، عامل واریانس‌های مدل‌های پژوهش کمتر از ۱۰ می‌باشند و مشکل هم‌خطی شدید وجود ندارد. به منظور بررسی نرمال بودن توزیع باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون جاک-برا استفاده شد. از آنجا که سطح معناداری این آزمون برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل‌های پژوهش رد می‌شود؛ اما طبق قضیه حد مرکزی، چنانچه تعداد مشاهدات در نمونه مورد بررسی به میزان کافی زیاد باشد، توزیع داده‌ها به نرمال نزدیک است و حتی اگر جامعه نرمال نباشد، می‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده کرد. همچنین، به منظور بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج آزمون وایت برای بررسی فرض همسانی واریانس در اجزای اخلال مدل‌ها نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس در هر مدل‌ها است که برای رفع این مشکل، از روش تصحیح وایت استفاده شد. برای آزمون وجود خودهمبستگی از آزمون ولدریج استفاده شده است که به علت در دسترس نبودن این آزمون در مدل‌های پانل دیتا در نرم‌افزار Eviews برای اجرای آزمون مذکور از نرم‌افزار STATA استفاده شد. بررسی نتایج این آزمون حاکی از سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد در تمام مدل‌های پژوهش است؛ بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر نبود وجود خودهمبستگی تایید می‌شود. هر چند که در ادامه نیز از آزمون دوربین-واتسون نیز برای تایید عدم وجود خودهمبستگی استفاده می‌شود.

۴-۲-۱. انتخاب نوع الگوی برآورد

از آنجا که داده‌های پژوهش حاضر به صورت مقطعی-زمانی می‌باشند، نیاز است که تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) سنجیده شود. با توجه به نتایج به دست آمده که در جدول (۲) ارائه شده است، سطح معناداری در مدل‌های پژوهش برای چاو (F لیمر) عدد صفر است که این مقدار، بیانگر رد فرضیه صفر آزمون (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین مدل پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. با توجه به تابلویی بودن مدل‌ها، بایستی برای تعیین نوع داده‌ها تابلویی (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) از آزمون

هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آزمون هاسمن در همه مدل‌ها، عدد صفر است که این مقدار حاکی از استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است.

جدول (۲). انتخاب نوع الگوی برآورد

نتیجه آزمون	سطح معناداری	مقدار آماره لیمر	آزمون	مدل رگرسیون
اجرای آزمون هاسمن	۰/۰۰۰	۴/۵۰۵۳	چاو	مدل اول
مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۰۱/۱۶۹۴	هاسمن	
اجرای آزمون هاسمن	۰/۰۰۰	۴/۷۷۶۵	چاو	مدل دوم
مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۱۳/۶۴۷۳	هاسمن	
اجرای آزمون هاسمن	۰/۰۰۰	۴/۴۸۸۶	چاو	مدل سوم
مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۰۲/۲۴۱۳	هاسمن	
اجرای آزمون هاسمن	۰/۰۰۰	۴/۴۶۳	چاو	مدل چهارم
مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲۰۱/۰۰۷۹	هاسمن	

۳-۴. نتایج آزمون فرضیه‌ها

۳-۴-۱. آزمون فرضیه اول

نتایج برآورد الگوی رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت فرضیه اول در جدول (۳) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵) مربوط به این آماره، نشان می‌دهد مدل رگرسیون برآورد شده برای آزمون فرضیه اول، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۶۹) بدست آمده و گویای درصدی است که تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای الگو، قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین-واتسون نیز برای فرضیه اول (۱/۹) محاسبه شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

با توجه به مقدار آماره t و سطح معناداری متغیرهای پژوهش، نتایج حاکی از آن است که اهرم مالی به واسطه آماره (۳/۰۹) در سطح معناداری (۰/۰۰۲) ارتباط مثبت و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارد؛ بنابراین، این یافته نشان می‌دهد که اهرم بالا منجر به افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و به تبع آن کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر ارتباط معنادار و معکوس ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود.

جدول (۳). نتایج مدل اول

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۱۹۸۹	۰/۰۲۴۹	-۷/۹۵۹۶	۰/۰۰۰	-
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۱۸	۳/۰۹۰۸	۰/۰۰۲۱	تأیید
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۳۹	-۰/۰۲۸۱	۰/۹۷۷۶	غیر معنادار
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۹	۳/۳۶۰۴	۰/۰۰۰۸	معنادار

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	-۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۷	-۲/۹۶۴	۰/۰۰۳۲	معنادار
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۱۵۳	۰/۰۰۰۴	۳/۸۲۷۲	۰/۰۰۰۱	معنادار
آماره F ۱۳/۸۸۳۹						
ضریب تعیین ۰/۷۴۵						
سطح معناداری مدل (۰/۰۰۰)						
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۶۹۲						
دوربین- واتسون (۱/۹۰۴۸)						

۶-۳-۲- آزمون فرضیه دوم

نتایج تخمین مدل فرضیه دوم در جدول (۴) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای این مدل، دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد تقریباً ۸۱ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون، توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین- واتسون برای فرضیه دوم پژوهش (۲/۱۵) برآزش شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

در بررسی مدل دوم پژوهش، به واسطه آماره (۳/۳۵۳) ارتباط مثبت و معنادار اهرم مالی در حالتی که مالکیت نهادی صفر باشد، در سطح اطمینان ۹۹ درصد با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأیید شد؛ بنابراین، در این حالت ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. متغیر تعدیلگر مالکیت نهادی با آماره (-۳/۳۸) در سطح اطمینان ۹۹ درصد ارتباط منفی و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارد. بر این اساس می‌توان مدعی شد که مالکیت نهادی با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد.

همچنین، ارتباط اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام به واسطه آماره (-۰/۶۶) و معنادار شدن در سطح اطمینان ۹۹ درصد، تأیید گردید. ضرب مالکیت نهادی در اهرم مالی سبب شده است که ضریب اهرم مالی از (+۰/۰۰۵) به (-۰/۰۰۱۴) تغییر یابد. به عبارتی، مالکیت نهادی از طریق تأثیر بر اهرم مالی منجر به کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. به طور کلی، اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی می‌تواند منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شود؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود.

جدول (۴). نتایج مدل دوم

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۱۷۷۸	۰/۰۱۰۵	-۱۶/۹۰۵۲	۰/۰۰۰۰	-
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۱۶	۳/۳۵۳	۰/۰۰۰۹	معنادار
مالکیت نهادی	$Ins_Owner_{i,t}$	-۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۱۴	-۳/۳۷۸۴	۰/۰۰۰۸	معنادار
اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی	$Ins_Owner_{i,t} * Lev_{i,t}$	-۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۲۱	-۰/۶۶۴۷	۰/۶۵۰۰	تأیید
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۲	-۰/۵۵۹۲	۰/۵۷۶۲	غیر معنادار
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۲	۱۴/۲۵۰۴	۰/۰۰۰۰	معنادار

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	-۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۵	-۳/۳۵۹	۰/۰۰۰۸	معنادار
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱۲	۱۱/۸۷۳۵	۰/۰۰۰۰	معنادار
ضریب تعیین ۰/۸۴۷۴	آماره F ۲۵/۷۸۴					
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۸۱۴۶	سطح معناداری مدل (۰/۰۰۰)					
دوربین- واتسون (۲/۱۵۲۳)	دوربین- واتسون (۲/۱۵۲۳)					

۶-۳-۳- آزمون فرضیه سوم

نتایج تخمین مدل فرضیه سوم در جدول (۵) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای این مدل، دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد تقریباً ۶۹ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون، توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین- واتسون برای فرضیه‌های سوم پژوهش (۱/۹) برازش شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

در بررسی مدل سوم پژوهش، به واسطه آماره (۲/۶۷) ارتباط مثبت و معنادار اهرم مالی در حالتی که مالکیت مدیریتی صفر باشد، در سطح اطمینان ۹۹ درصد با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأیید شد؛ بنابراین، در این حالت ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. مالکیت مدیریتی با آماره (۰/۴۴) به دلیل معنادار نشدن در مدل، ارتباط معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نقدشوندگی سهام ندارد؛ بنابراین، مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام ندارد. همچنین، متغیر اثر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی با آماره (۰/۶۴-) ارتباط معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ندارد. به عبارتی متغیر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام، بی‌تأثیر است؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش با عنوان تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام رد می‌شود.

جدول (۵). نتایج مدل سوم

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۱۹۹۳	۰/۰۱۳۷	-۱۴/۵۴۸۶	۰/۰۰۰۰	-
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۲۶	۲/۶۵۹۶	۰/۰۰۰۸	معنادار
مالکیت مدیریتی	$Man_Owner_{i,t}$	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۲۱	۰/۴۳۸۸	۰/۶۶۱	غیر معنادار
اثر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی	$Man_Owner_{i,t} * Lev_{i,t}$	-۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۳۲	-۰/۶۳۷۶	۰/۵۲۴	رد
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱۷	-۰/۱۰۳۶	۰/۹۱۷۶	غیر معنادار
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۳	۱۲/۳۴۱۶	۰/۰۰۰۰	معنادار
نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	-۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۷	-۳/۵۰۴۲	۰/۰۰۰۵	معنادار

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۱۵۳	۰/۰۰۱۵	۹/۹۹۱۳	۰/۰۰۰۰	معنادار
آماره F ۱۳/۶۲۵۱						
		ضریب تعیین ۰/۷۴۵۹	سطح معناداری مدل (۰/۰۰۰)			
		ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۶۹۱۱	دوربین-واتسون (۱/۹۰۷۹)			

۶-۳-۴- آزمون فرضیه چهارم

نتایج تخمین مدل فرضیه چهارم در جدول (۶) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای این مدل، دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد تقریباً ۶۹ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون، توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین-واتسون برای فرضیه‌های چهارم پژوهش (۱/۹۱) برازش شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

در بررسی مدل چهارم پژوهش، به واسطه آماره (۲/۶۷) ارتباط مثبت و معنادار اهرم مالی در حالتی که تمرکز مالکیت صفر باشد، در سطح اطمینان ۹۹ درصد با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأیید شد؛ بنابراین، در این حالت ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. متغیر تعدیلگر تمرکز مالکیت با آماره (۲/۳۱۲) در سطح معناداری ۵ درصد، ارتباط مثبت و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد؛ بنابراین، تمرکز مالکیت منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود.

همچنین، ارتباط اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام به واسطه آماره (۲/۳۴) و معنادار شدن در سطح اطمینان ۹۵ درصد، تأیید شد. ضرب تمرکز مالکیت در اهرم مالی سبب شده است که ضریب اهرم مالی (۰/۰۰۷۴) به (۰/۰۲۲۹) تغییر یابد. به عبارتی، تمرکز مالکیت بالا از طریق تأثیر بر اهرم مالی منجر به افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. به طور کلی، اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی می‌تواند منجر به کاهش نقدشوندگی سهام شود؛ بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود.

جدول (۶). نتایج مدل چهارم

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۲۰۰۴	۰/۰۱۳۷	-۱۴/۶۸۴۷	۰/۰۰۰۰	-
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۲۷	۲/۷۶۴۲	۰/۰۰۵۹	معنادار
تمرکز مالکیت	$Con_Owner_{i,t}$	۰/۰۱۱۱	۰/۰۰۴۸	۲/۳۱۲	۰/۰۳۷۶	معنادار
اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی	$Con_Owner_{i,t} * Lev_{i,t}$	۰/۰۲۲۹	۰/۰۰۹۸	۲/۳۳۶۷	۰/۰۲۹۴	تأیید
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱۸	-۰/۱۱۳۲	۰/۹۰۹۹	غیرمعنادار
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۳	۱۲/۳۳۶۱	۰/۰۰۰۰	معنادار
نوسانات بازده روزانه	$Vola_{i,t}$	-۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۷	-۳/۴۶۸۳	۰/۰۰۰۶	معنادار

متغیر	نماد	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	نتیجه
سهام						
اندازه شرکت	Size _{i,t}	۰/۰۱۵۴	۰/۰۰۱۵	۱۰/۰۵۹۲	۰/۰۰۰۰	معنادار
آماره F ۱۳/۶۳۵۶						
ضریب تعیین ۰/۷۴۶						
سطح معناداری مدل (۰/۰۰۰)						
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۶۹۱۳						
دوربین- واتسون (۱/۹۱۶)						

۵. بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش، به طور کلی، تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شد. ابتدا، رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، در قالب یک فرضیه بررسی شد. مشخص شد که اهرم مالی با نقدشوندگی ارتباط منفی و معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش در مدل اول تأیید گردید. فریدر و مارتل (۲۰۰۶)، ایدوم زیروکو و همکاران (۲۰۱۱) و خلیفه سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) نیز این ارتباط را تأیید کرده‌اند؛ اما البنان (۲۰۱۷) به یک رابطه مثبت بین نقدشوندگی و اهرم دست یافت و نبوی چاشمی و همکاران (۱۳۹۵) معتقدند که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

سپس در مدل‌های دوم تا چهارم، به ترتیب به بررسی فرضیه‌های دوم تا چهارم پژوهش پرداخته شد. بررسی مدل دوم حاکی از آن است در حالی که مالکیت نهادی صفر باشد، ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. به عبارتی در این حالت، اهرم مالی بالا منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین، مشخص گردید که مالکیت نهادی با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد. به عبارتی، مالکیت نهادی از طریق افزایش توجه سرمایه‌گذاران به سهام شرکت و تسهیل تجارت در طولانی مدت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شوند (کیان و همکاران، ۲۰۱۷). این یافته با پژوهش‌های کومار (۲۰۰۵)، رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) و امیرحسینی و نکونام (۱۳۹۲) همسو است و با یافته‌های پژوهش کوتو (۲۰۰۹) که نشان می‌دهد سهامداران نهادی با کاهش سهام شناور در بازار موجب کاهش نقدشوندگی سهام می‌شوند، ناهمسو است.

همچنین، مشخص گردید که اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد. ضرب مالکیت نهادی در اهرم مالی سبب شد که ضریب اهرم مالی کاهش یابد. به عبارتی، مالکیت نهادی از طریق تأثیر بر اهرم مالی منجر به کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. به طور کلی، اثر تعاملی مالکیت نهادی و اهرم مالی می‌تواند منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شود؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود. این یافته با پژوهش‌های کومار (۲۰۰۵) و رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) همسو است.

بررسی مدل سوم حاکی از آن است در حالی که مالکیت مدیریتی صفر باشد، ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. به عبارتی در این حالت نیز اهرم مالی بالا منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین، مشخص گردید که مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام ندارد. همچنین، مشخص گردید که متغیر اثر تعاملی مالکیت مدیریتی و اهرم مالی نیز بر نقدشوندگی سهام، بی‌تأثیر است؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش با عنوان تأثیر

مالکیت مدیریتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام رد شد. این یافته می‌تواند تا حدی با نتایج پژوهش کومار (۲۰۰۵) مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار میان مالکیت مدیران و ساختار سرمایه همسو باشد؛ زیرا عدم وجود رابطه بین مالکیت مدیران و ساختار سرمایه، اثر تعاملی این دو متغیر را صفر می‌کند؛ اما این یافته می‌تواند با نتایج خان و واسیم (۲۰۱۶) که معتقدند مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد، ناهمسو باشد.

در نهایت، بررسی مدل چهارم پژوهش حاکی از آن است در حالتی که تمرکز مالکیت صفر باشد، ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. به عبارتی در این حالت نیز اهرم مالی بالا منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین، مشخص گردید که تمرکز مالکیت ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد؛ بنابراین، تمرکز مالکیت منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. نتایج پژوهش‌های فریدر و مارتل (۲۰۰۶)، جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰)، لیلاکاسمست (۲۰۱۴) و رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) حاکی از آن است که تمرکز مالکیت منجر به کاهش نقدشوندگی می‌شود. علاوه بر این، مشخص شد که اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقدشوندگی سهام ارتباط منفی و معناداری دارد. ضرب تمرکز مالکیت در اهرم مالی سبب شد که ضریب اهرم مالی کاهش یابد. به عبارتی، تمرکز مالکیت از طریق تأثیر بر اهرم مالی منجر به افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. به طور کلی، اثر تعاملی تمرکز مالکیت و اهرم مالی می‌تواند منجر به کاهش نقدشوندگی سهام شود؛ بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود. این نتیجه که شرکت‌های با مالکیت متمرکز از نقدشوندگی سهام کمتری برخوردارند با نتایج پژوهش‌های جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) و لیلاکاسمست (۲۰۱۴) همسو است.

نتایج حاصل از این پژوهش نقش ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را به خوبی روشن نمود. همچنین، در این پژوهش نحوه تأثیر ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها نیز مشخص شد. نحوه تشکیل ساختار سرمایه و انواع ساختار مالکیت تأثیر متفاوتی بر نقدشوندگی سهام دارند؛ لذا به تحلیل‌گران و مدیران توصیه می‌شود به این مهم توجه کنند و عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام از جمله ساختارهای مالکیتی متفاوت را مدنظر قرار دهند. با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه می‌شود.

- با توجه به تأثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام، به مدیران عامل و اعضای هیأت مدیره پیشنهاد می‌گردد که ساختار سرمایه را در نقطه‌ای بهینه، بین دو حد استفاده از بدهی و انتشار سهام نگاه دارند تا زمینه بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌ها فراهم آید. همچنین، مدیران باید به ترکیب سهامداران و ساختار سرمایه توجه داشته باشند تا ریسک ناشی از کاهش نقدشوندگی، هزینه‌های سرمایه آن‌ها را کمتر متأثر کند.
- سرمایه‌گذاران خرد نیز به منظور اجتناب از ریسک نقدشوندگی می‌توانند از یافته‌های پژوهش استفاده کنند. با توجه به آشکار شدن تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران در بررسی‌های خود در ارتباط با نقدشوندگی سهام که یکی از مؤلفه‌های مهم سرمایه‌گذاری است، به ویژگی‌های ساختار مالکیت توجه بیشتری نمایند؛ زیرا مالکیت نهادی، نقدشوندگی سهام را افزایش و در مقابل، تمرکز مالکیت نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد.

- با توجه به اجرای اصل ۴۴ در رابطه با واگذاری شرکت‌ها به بخش خصوصی، پیشنهاد می‌شود ضمن واگذاری سهام شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران، از ایجاد تمرکز مالکیت در شرکت‌ها جلوگیری و با ایجاد تنوع بین مالکان امکان رقابت بین آن‌ها ایجاد شود.
 - پیرو دلایل فوق، به سازمان بورس و اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌گردد ساز و کار افشای اطلاعات ساختار مالکیت را به گونه‌ای مقرر دارد که اطلاعات مربوط به آن به آسانی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد تا از این طریق، گام مفیدی در راستای افزایش نقدشوندگی سهام بازار که یکی از رسالت‌های مهم آن است، برداشته شود.
- استفاده از پراکسی‌های مختلف نقدشوندگی می‌تواند منجر به نتایج متفاوتی شود؛ بنابراین، تفاوت در نتایج حاصله از پراکسی‌های مختلف، محدودیت ذاتی این پژوهش به شمار می‌آید. همچنین، عدم افشای کامل اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت توسط همه شرکت‌ها نیز از دیگر محدودیت‌های ذاتی این پژوهش است؛ زیرا به خودی خود، سبب کاهش حجم نمونه مورد بررسی شده است.

۶. منابع و مآخذ

۱. احمدپور، ا؛ و منتظری، ه. (۱۳۹۰)، نوع مدیریت سود و تأثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲)، ۱-۳۵.
۲. استا، س. (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۲)، ۹۳-۱۲۰.
۳. اصولیان، م؛ و باقری، ا. (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر جریان وجوه نقد بر شکاف میان نسبت اهرم واقعی و بهینه، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۳)، ۳۱۱-۳۳۲.
۴. امیرحسینی، ز؛ و نکونام، ا. (۱۳۹۲)، تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
۵. بنی‌مهد، ب؛ و عربی، م؛ و حسن‌پور، ش. (۱۳۹۵)، اشتباهات رایج در پژوهش‌های تجربی حسابداری، دانش حسابداری مالی، ۳(۱)، ۲۱-۴۵.
۶. بنی‌مهد، ب؛ و عربی، م؛ و حسن‌پور، ش. (۱۳۹۵)، پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، چاپ اول، انتشارات ترمه، ۱۰۷-۱۶۹.
۷. حساس‌یگانه، ی. (۱۳۸۹)، مبانی نظری حاکمیت شرکتی، حسابداری، ۲۰(۱۶۸)، ۱۰-۵۷.
۸. حسن‌زاده، ر؛ و بادآورندهی، ی؛ و حسین‌بابایی، ق. (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۶۸)، ۱-۱۶.
۹. خلیفه‌سلطانی، س. ا؛ و بهرامی، م. (۱۳۹۱)، رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱(۴)، ۳۵-۵۳.
۱۰. دیدار، ح؛ و بیکی، خ. (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۲)، ۱۹۷-۲۲۰.

۱۱. رحمانی، ع؛ و حسینی، س. ع؛ و رضاپور، ن. (۱۳۸۹)، رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۳)، ۲۰-۳۷.
۱۲. ستایش، م. ح؛ و صالحی‌نیا، م. (۱۳۹۴)، تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۲۱-۳۸.
۳۳. سرکانیان، ج؛ و راعی، ر؛ و فلاح‌پور، س. (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۵(۱۱)، ۹-۲۶.
۱۴. عبدی، ر؛ و زینالی، م؛ و تقی‌زاده خانقاه و. (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۵)، ۱۹۱-۱۵۷.
۱۵. فروغی، د؛ و عباسی، ج. (۱۳۹۰)، بررسی عوامل مؤثر بر اعمال محافظه‌کاری حسابداری، دانش حسابداری مالی، ۱(۱)، ۱۱۴-۱۳۳.
۱۶. لاله‌مازین، م؛ و زلفی، ح. بیات، م؛ و سبحانی، ع. (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۶)، ۱۵۱-۱۷۰.
۱۷. مشایخ، ش؛ و عبداللهی، م. (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۴)، ۳۴-۵۶.
۱۸. مقدم، ع؛ و مؤمنی یانسری، ا. (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۶۸)، ۱۲۳-۱۳۶.
۱۹. نبوی‌چاشمی، س. ع؛ و طبسی، ع؛ و خوش‌کار، ف. (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین نقد شونددگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران، کنفرانس بین‌المللی کسب و کار: چالش‌ها و فرصت‌ها.
۲۰. نظری‌پور، م. و پیروزرام، ا؛ و خزدوزی، ب. (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی صنعت سیمان)، فروغ تدبیر، ۹(۲۰)، ۸-۲۴.
۲۱. نمازی، م؛ و کرمانی، ا. (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴)، ۱۰۱-۸۴.

22. Afgan, N., Gugler, K., & Kunst, R. M. (2017). Impact of Ownership Concentration on the Investment Performance of Austrian Listed Companies. In *ICPESS (International Congress on Politic, Economic and Social Studies)*, 1(3), 43-59.
23. Aguilera, R. V., Judge, W. Q., & Terjesen, S. A. (2018). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 87-109.
24. Barinov, A. (2014). Turnover: liquidity or uncertainty?. *Management Science*, 60(10), 2478-2495.
25. Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2008). Does asymmetric information drive capital structure decisions?. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243.
26. Chen, B. S. (2017). Management Ownership and Investment in the Business Cycle. *scholar.harvard*, 1(1), 1-53.

27. Cueto, D. C. (2009). Market liquidity and ownership structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile. *Northern Finance Association Meeting, Niagara-on-the-Lake, Ontario*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1410197>, 1-34.
28. Drobotz, W., Janzen, M., & Requejo, I. Ownership concentration, investment, and firm value in the shipping industry. *Hamburg Financial Research Center*, 1(30), 1-40.
29. Dumitrescu, A. (2010). Corporate governance and market liquidity. *Financial Accounting and Reporting Research*, 48, 423-471.
30. ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*, 33, 201-231.
31. Frieder, L., & Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. Available at SSRN 880421.
32. Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of financial Economics*, 92(2), 153-181.
33. Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2016). Government Ownership, Concentration, and the Capital Structure of firms: Empirical Analysis of an Institutional Context from China. *University of Twente the Netherlands publication*, 1(5), 1-38.
34. Jacoby, G., & Zheng, S. X. (2010). Ownership dispersion and market liquidity. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 81-88.
35. Jun, S. G., Marathe, A., & Shawky, H. A. (2003). Liquidity and stock returns in emerging equity markets. *Emerging Markets Review*, 4(1), 1-24.
36. Khan, I., & Wasim, F. (2016). Impact of corporate governance and ownership structure on capital structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*. 5(11), 1-15.
37. Koh, P. S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35(2), 105-128.
38. Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9(2), 61-93.
39. Kumar, J. (2005). Capital Structure and Corporate Governance. *Xavier Institute of Management, India, unpublished paper*.
40. Leelakasemsant, C. (2014). Ownship Concentration, Equity Liquediti, and Capital Structure. *AU Journal of Management*, 12(2), 11-19.
41. Lesmond, D. A., O'Connor, P. F., & Senbet, L. W. (2008). Capital structure and equity liquidity. *Robert H. Smith School Research Paper No. RHS*, 06-067.
42. Lim, C. Y., Thong, T. Y., & Ding, D. K. (2008). Firm diversification and earnings management: evidence from seasoned equity offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(1), 69-92.
43. Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of financial markets*, 12(4), 611-644.
44. Mohamed Saat, M., Porter, S., & Woodbine, G. (2012). A longitudinal study of accounting students' ethical judgement making ability. *Accounting Education*, 21(3), 215-229.
45. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20(2), 293-315.
46. Qian, M., Sun, P. W., & Yu, B. (2017). High turnover with high price delay? Dissecting the puzzling phenomenon for China's A-shares. *Finance Research Letters*, 22(7), 105-113.
47. Ripamonti, A., & Kayo, E. K. (2016). Corporate governance and capital structure in Brazil: stock, bonds and substitution. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 17(5), 85-109.
48. Sultana, S. T., & Pardhasaradhi, S. (2012). An empirical analysis of factors influencing Indian individual equity investors' decision making and behavior. *European Journal of Business and Management*, 4(18), 50-61.
49. Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106-117.
50. Velury, U., & Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59(9), 1043-1051.

Investigating the Effect of Ownership Structure on the Relationship between Capital Structure and Stock Liquidity

Ali Asghar Shakeri ^{*1}
Ahmad Matori ²

Date of Receipt: 2022/02/14 Date of Issue: 2022/03/15

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of ownership structure on the relationship between capital structure and stock liquidity. The research period is from 2011 to 2021 and the statistical sample consists of 160 firms (1600 firm-year) listed in Tehran Stock Exchange. For this purpose, the relationship between capital structure and stock liquidity was first studied in a hypothesis. Then, the Interactive effect of ownership structure and capital structure (financial leverage) on stock liquidity was measured in three other hypotheses. The ownership structure in this research includes institutional ownership, management ownership and ownership concentration. The results of research models indicate that there is a negative (positive) and significant relationship between capital structure and stock liquidity (Bid-Ask Spread Stock). Also, studying the second to fourth models shows that the interactive effect of institutional ownership and financial leverage has a positive and significant relationship with stock liquidity and the interactive effect of ownership concentration and financial leverage has a negative and significant relationship with stock liquidity. However, the interactive effect of managerial ownership and financial leverage on stock liquidity is ineffective. Therefore, the interactive effect of institutional ownership and financial leverage can lead to an increase in stock liquidity and the interactive effect of ownership concentration and financial leverage can lead to a decrease in stock liquidity.

Keyword

Ownership Structure, Capital Structure, Stock Liquidity, Bid-Ask Spread Stock.

1. Master student of accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (*Corresponding Author: alishakeri87@yahoo.com).
2. Master student of accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (ahmadmatouripgu95@gmail.com).