

بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

طوبی سید صادقی نمین^۱، دکتر عادل شاه ولی زاده^۲، دکتر وحدت آقاجانی^۳

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی اردبیل، اردبیل

seyedsadeghitooba@gmail.com

۲- دکتری حسابداری، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اردبیل

۳- دکتری حسابداری، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اردبیل

چکیده

مقدمه: نقد شونددگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش تعریف کرد که برای سرمایه‌گذاران و سهامداران بسیار حائز اهمیت می‌باشد و از طرفی تأثیر آن بر ساختار سررسید بدهی، در تصمیمات سرمایه‌گذاران حائز اهمیت فراوانی می‌باشد.

هدف تحقیق: هدف این تحقیق به بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جهت رسیدن به هدف فوق نمونه‌ای متشکل از ۱۲۶ شرکت (مشتمل بر ۱۲۶۰ نمونه سال شرکت) از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۰ ساله برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ انتخاب گردید.

روش تحقیق: برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

نتایج تحقیق: نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که فرضیه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس دارد.

واژگان کلیدی: نقد شونددگی سهام، ساختار سررسید بدهی

بازارهای سرمایه به‌منظور تخصیص بهینه منابع و در نتیجه افزایش رفاه جامعه ایجاد شده‌اند. ویژگی‌های اصلی بازارهای مالی جهت تحقق این هدف شامل: ۱- حضور مؤسساتی که قدرت جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده را داشته باشند. ۲- وجود ابزارهای مالی متعدد و متنوع که بازار و توزیع ریسک را تکمیل کند و ۳- بازاری که بتوان در آن دارایی‌ها را در کمترین زمان و هزینه ممکن معامله کرد می‌باشد. بنابراین یکی از اصلی‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقد شوندگی است. تئوری‌های جدید پیش‌بینی می‌کنند که هم میزان نقد شوندگی و هم ریسک نقد شوندگی در بازار قیمت‌گذاری می‌گردد (آگاروال^۱، ۲۰۰۸). موضوع نقد شوندگی در سال‌های اخیر توجه زیادی را در مطالعات دانشگاهی و همچنین در نشریات مهم به خود معطوف نموده است. نقد شوندگی یک دارایی عبارت است از "قابلیت خرید و فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن". بنابراین تعریف، نقد شوندگی در صورت عدم حضور هزینه‌های معاملاتی^۲ به تحقق می‌پیوندد. هزینه‌های معاملاتی به دودسته آشکار و ضمنی تقسیم می‌شوند. هزینه‌های آشکار شامل کارمزد های کارگزاران و مالیات است که عموماً به‌راحتی قابل اندازه‌گیری‌اند. اما هزینه‌های ضمنی شامل هزینه عدم دسترسی آسان به اطلاعات صحیح و کامل، هزینه‌های جستجو، عدم کارایی تکنولوژیک، تفاوت بین عرضه و تقاضا، رقابت ناقص و عوامل دیگر می‌باشد (شیونگ، ۲۰۱۶). در دیدگاه سنتی، تصمیم‌های مالی شرکت به‌ویژه تصمیمات تعیین ساختار سررسید بدهی برای ایجاد یک ساختار مالی مطلوب بر انتخاب بین استفاده از حقوق صاحبان سهام و بدهی تمرکز یافته است. در سال‌های اخیر، مدیران شرکت به دلیل ویژگی بدهی‌ها، تمایل بیشتری به استفاده از آن داشته‌اند. نظریه‌هایی مانند تضادهای نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه مالیاتی تلاش کرده‌اند ساختار سررسید بدهی را در بازارهای نیمه‌کامل بررسی کنند. شواهد تجربی نشان می‌دهد انتخاب سررسید بدهی یکی از عوامل مهم در کاهش هزینه‌های نمایندگی است، پیشنهاد می‌کند استفاده از سررسید کوتاه‌مدت بدهی، مشکلات نمایندگی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را حل می‌کند (جوزف و شانگ^۳، 2021). بدهی عبارت است از: تعهد انتقال منافع اقتصادی توسط واحد تجاری ناشی از معاملات یا سایر رویدادهای گذشته است. یک بدهی زمانی باید به‌عنوان بدهی جاری طبقه‌بندی شود که انتظار رود طی چرخه عملیاتی معمول واحد تجاری یا ظرف یک سال از تاریخ ترازنامه، هرکدام طولانی‌تر است، تسویه شود. سایر بدهی‌ها باید به‌عنوان بدهی‌های غیر جاری (بلندمدت) طبقه‌بندی شوند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). حقوق مالی اشخاص غیر از مالک نسبت به دارایی‌های یک واحد اقتصادی و یا در واقع معرف تعهدات مالی موسسه از بابت دارایی‌ها یا خدمات نسبی دریافتی از دیگران است که در گذشته و حال ایجاد شده و با انتقال دارایی‌ها یا ارائه خدمات در آینده پرداخت می‌شوند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

بدهی‌های کوتاه‌مدت، نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارد؛ به‌عبارت‌دیگر، بدهی‌های کوتاه‌مدت، سازوکاری است که عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران کاهش می‌دهد و همچنین به‌طور بالعکس، با افزایش قدرت نقد شوندگی سهام،

¹ Agarwal, P² Trading Cost³ Joseph Marks and Chenguang Shang

سرمایه‌گذاران انتظار بازده کمتری دارند و همین امر منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود بنابراین، این انتظار وجود دارد، شرکت‌هایی که سهام آن‌ها از نقد شوندگی بیشتری برخوردارند، از انتشار سهام بیشتری به‌عنوان منبع تأمین مالی بهره‌برند و همچنین به‌هنگام تأمین مالی، از حقوق صاحبان سهام در مقایسه با بدهی، بیشتر استفاده نمایند و متقابلاً از ساختار سررسید بدهی کوتاه‌مدت‌تری استفاده نمایند حال در این تحقیق مسئله‌ای که مطرح است، این است که بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چه رابطه‌ای وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ادبیات تحقیق پیشنهاد می‌کند که بدهی نقشی انضباطی روی رفتار مدیران اعمال می‌کند. سطوح بالاتر بدهی تهدید ورشکستگی را افزایش می‌دهد و مدیران را به خاطر احتمال بالقوه از دست دادن کنترل شرکت تحت فشار قرار می‌دهد. بدهی بیشتر، مدیران را وادار می‌کند از تصمیماتی که باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود، بپرهیزند. همچنین پرداخت‌های ثابت بدهی، وجه نقد آزاد شرکت را کاهش می‌دهد و در نتیجه به‌طور مؤثر به مدیران امکان هدر دادن منابع شرکت برای منافع شخصی خود را نمی‌دهد. به‌علاوه صدور بدهی منتج به نظارت دارندگان اوراق قرضه، دیگر بستانکاران، بانک‌ها و نهادهای رتبه‌بندی نیز می‌گردد (فلانری، 1986). ایستبروک^۴ در سال 1984 اشاره می‌کند که شرکت مجبور است به‌طور مکرر بدهی جدید صادر کند و مدیران در هر بار انتشار با افزایش نظارت، مجدداً ارزیابی می‌گردند. همچنین بیان می‌کند که وام‌های کوتاه‌مدت به بانک‌ها قدرت نامحدود می‌دهد؛ درحالی‌که وام‌های بلندمدت با شروط مشخص تنها به بانک فرصت می‌دهد که اگر متعهد از شروط قرارداد تخلف نمود، اقدامی انجام دهد (آن‌هم بر اساس اطلاعات در دسترس). در نتیجه این بدهی‌ها به بستانکار انعطاف‌پذیری و کنترل بیشتری می‌دهد (حاجی‌ها و همکاران، ۱۳۹۱). به چند دلیل انتظار می‌رود که رابطه مثبت میان کیفیت اقالام تعهدی به‌عنوان شاخصی از اطلاعات حسابداری و سررسید بدهی وجود داشته باشد. دلیل اول کاهش ریسک اطلاعات دریافت شده توسط اعتباردهندگان است که به برآورد صحیح‌تر جریان‌های نقدی آتی منجر می‌شود. اعتباردهندگان به‌ویژه بانک‌ها سررسیدهای کوتاه‌تری را برای نظارت بر شرکت‌هایی با کیفیت اطلاعات حسابداری پایین‌تر تحمیل نموده و از این طریق ریسک اطلاعاتی بالای این شرکت‌ها را جبران می‌کنند. در این رابطه کیفیت بالای اطلاعات حسابداری منجر به کنترل بهتر مدیران شده و این امر اعتباردهندگان را به در نظر گرفتن شرایط آسان‌تر در قراردادهای وام متمایل می‌سازد (هانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

دوم اینکه شرکت‌های دارای اقالام تعهدی با کیفیت، می‌توانند به سررسیدهای طولانی‌تری از بدهی نسبت به شرکت‌های دارای اقالام تعهدی با کیفیت پایین دست یابند. زیرا کیفیت بالای اقالام تعهدی به‌عنوان شاخصی از کیفیت اطلاعات حسابداری، پدیده‌ی گزینش نادرست بین شرکت‌ها و اعتبار دهندگان را کاهش می‌دهد. این امر از منظر اعتباردهندگان منجر به گنجاندن شرایط آسان‌تر به‌ویژه طولانی کردن سررسید بدهی هنگام انعقاد قراردادها می‌گردد. بر پایه فرضیه ریسک نقدینگی، میزان نقدینگی شرکت از عوامل تأثیرگذار بر سررسید بدهی است. ریسک نقدینگی به معنای احتمال عدم قابلیت تبدیل به نقد دارایی‌ها است. هرچه اطمینان نسبت به نقد شدن دارایی بیش‌تر باشد

⁴-Isteroburge

⁵ Huang, R.

ریسک نقدینگی کم‌تر است. اعتباردهندگان ممکن است از اعطای وام‌های بلندمدت به اعتبار گیرندگان دارای ریسک نقدینگی بالا اجتناب بورزند، زیرا احتمال اینکه خالص ارزش فعلی مرتبط با پروژه‌های این اعتبار گیرندگان منفی باشد، زیاد خواهد بود. بنابراین رابطه منفی بین این ریسک و سررسید بدهی پیش‌بینی می‌شود و شرایط محدودکننده‌ی بیش‌تری برای این‌گونه اعتبار گیرندگان در قراردادهای بدهی تعیین می‌گردد (هانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به تعریف فوق می‌توان دریافت که بدهی‌ها معمولاً درازای تحصیل دارایی‌ها و یا استفاده از خدمات دیگران که به‌طور نسبی انجام‌گرفته به وجود می‌آیند و موقعی در دفاتر ثبت می‌شوند که از نظر مبلغ و سررسید پرداخت مورد توافق طرفین معامله قرار گرفته و تعهد پرداخت آن از نظر موسسه قطعی شده باشد. تفکیک بدهی‌ها از نظر سررسید پرداخت اهمیت زیادی دارد چون مدیران و صاحبان مؤسسات با آگاهی از سررسید بدهی‌ها نسبت به پرداخت به‌موقع آن‌ها اقدام می‌نمایند تا اعتبار و موقعیت تجاری خود را نزد سایر مؤسسات و فروشندگان از دست نداده و در آینده از امکانات و تسهیلات اعتباری آن‌ها مطلوب استفاده نمایند. بدهی‌های ثبت‌شده در دفاتر از نظر سررسید پرداخت به دوطبقه بدهی جاری و بدهی بلندمدت یا غیر جاری تقسیم می‌شوند. آن‌ها بدهی‌هایی هستند که ظرف چند سال بازپرداخت می‌شوند و در ساختار تأمین مالی و هزینه سرمایه شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند.

با اشاره به مبانی نظری پیرامون تحقیق، حال به دنبال مرور بر چند پیشینه تحقیق مشابه داخلی و خارجی صورت گرفته‌شده در راستای موضع تحقیق به شرح زیر می‌باشیم: صالحی (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقد شوندگی بازار سهام پرداخت. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. روش تحقیق کتابخانه‌ای و همبستگی می‌باشد. به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری قدرت حاکمیت شرکتی از ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی و برای اندازه‌گیری نقد شوندگی سهام از سه شاخص متفاوت (شامل معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی) استفاده شده است. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها به کمک رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) و با رویکرد داده‌های تابلویی انجام شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی بازار سهام بر اساس معیارهای سه‌گانه آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اصغری و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقد شوندگی بازار سهام پرداختند. بدین منظور، با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور، در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۷، تأثیر گرایش‌های احساسی و تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران بر درجه نقد شوندگی بازار سهام بررسی شده است. نتایج تجربی این تحقیق نشان می‌دهد که: بالا بودن سطح نقدینگی بازار در سال قبل، تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری دارد. احساسات سرمایه‌گذاران بر نقد شوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. نرخ رشد حجم پول و نرخ رشد تولیدات صنعتی نیز بر نقد شوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و نرخ تورم سال جاری، تأثیر منفی بر نقد شوندگی بازار سهام دارد. بر اساس نتایج، احساسات سرمایه‌گذار در کشورهای مورد مطالعه، تأثیر مثبت بر حجم معاملات بازار سهام دارد و می‌تواند حجم معاملات و نقد شوندگی بازار سهام را افزایش دهد؛ لذا بخشی از رشد نقدینگی وارد بازار سهام شده است و توانسته است حجم معاملات در این بازار را افزایش دهد. شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی‌های

⁶ Huang, R.

کوتاه‌مدت با ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. در این راستا برای دستیابی به هدف تحقیق ۱۶۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد. برای آزمون فرضیه تحقیق از الگوی رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان داد بدهی‌های دارای سررسید کوتاه‌مدت (یک‌ساله و کمتر) تأثیر منفی معناداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد و با افزایش مبلغ این بدهی، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند؛ همچنین نتایج تحقیق حاکی است اثر کاهنده بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط قیمت سهام هنگامی برجسته‌تر می‌شود که شرکت‌ها مالکیت نهادی ضعیف‌تری داشته باشند که نشان می‌دهد اثر نظارتی بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت به‌عنوان جایگزینی برای مکانیسم‌های راهبری شرکتی ضعیف است. حسنی القار و رحیمیان (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. در این تحقیق برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو سنجه مبتنی بر سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقد شوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد. جوزف و شانگ (2021)⁷ در تحقیقی به بررسی تأثیر نقد شوندگی بر ساختار سررسید بدهی پرداختند. نمونه تحقیق حاضر ۵۲۴ شرکت چینی برای دوره زمانی 2002 تا 2018 می‌باشد. روش تحقیق جهت آزمون فرضیه اول مبتنی بر تکنیک پانل دیتا و روش داده‌های تلفیقی است، همچنین آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. بر اساس نتایج تحقیق حاضر، نقد شوندگی سهام دارای اثر منفی بر ساختار سررسید بدهی دارد. تیگو و همکاران (2019)⁸ در تحقیقی به بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام و ارزش شرکت با تأکید بر فرصت رشد پرداختند. نمونه مورد بررسی ایشان مشتمل بر ۸۰۰ شرکت آمریکایی طی سال‌های 1988 تا 2014 بود و همچنین برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی استفاده کردند. یافته‌های آن‌ها بدین قرار بود که بین نقدینگی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین فرصت‌های رشد می‌توانند رابطه بین نقدینگی با ارزش شرکت را تعدیل مثبت کند یعنی شدت رابطه فوق را افزایش دهد. هیولئو و همکاران (2018)⁹ در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه بین اظهار نظر تعدیل‌شده حسابرس و ساختار سررسید بدهی با تأکید بر مالکیت دولتی و کیفیت حسابرسی در شرکت‌های چینی پرداختند. برای بررسی فرضیه تحقیق با استفاده از مشاهدات ۱۰۱۴۲ سال شرکت در بین بازه زمانی 2007 تا 2013 با تحلیل رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسیدند که بین اظهار نظر تعدیل‌شده حسابرس و ساختار سررسید بدهی رابطه معناداری وجود دارد و مالکیت دولتی و کیفیت حسابرسی این دو رو رابطه را اثربخش‌تر می‌کند. مارکس و شانگ (2017)¹⁰ در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر نقد شوندگی بر ساختار

⁷ Joseph Marks and Chenguang Shang

⁸ Teguh Erawati & Lepak G and Sri Hermuningsih

⁹ Hui Liu

¹⁰ Marks, Joseph & Shang, C

سررسید بدهی پرداختند. برای این منظور آنان با استفاده از داده‌های پانلی برای نمونه‌ای مشتمل بر ۷۱۶۲۶ سال شرکت در طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۳ به این نتیجه رسیدند که بین نقد شون‌دگی سهام و ساختار سررسید بدهی رابطه معکوس وجود دارد بدین معنا که هرچه قدر نقد شون‌دگی کاهش یابد بدهی کوتاه‌مدت نیز کاهش می‌یابد.

۳- فرضیه تحقیق

بین نقد شون‌دگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

۴- اهداف پژوهش

این تحقیق، از بعد هدف از نوع تحقیقات کاربردی، از بعد ماهیت تحقیق از نوع تحقیقات مروری، از نوع ماهیت داده‌ها از نوع تحقیقات کمی، از لحاظ روش شناخت تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی همبستگی و پس رویدادی، از بعد نوع استدلال از نوع قیاسی و استقرایی، از بعد زمان جزو تحقیقات گذشته‌نگر، از بعد طول مدت‌زمان انجام تحقیق از نوع تحقیقات ترکیبی، و از لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات از نوع تحقیقات کتابخانه‌ای و همچنین از بعد روش تحلیل داده‌ها از نوع تحقیقات تحلیل محتوا مبتنی بر روش‌های آماری می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. نمونه آماری تحقیق نیز شامل ۱۲۶ شرکت می‌باشد. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌ها و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت الگوهای رگرسیونی ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب شود لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. شایان ذکر است؛ برای پردازش، دسته‌بندی و آماده نمودن متغیرها و ورود به نرم‌افزارهای Eviews از نرم‌افزار تخصصی Excel استفاده شده است و در نهایت برای برآورد مدل تحقیق از نرم‌افزار Eviews.9 استفاده گردیده است

۵- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

ساختار سررسید بدهی

در این تحقیق سررسید بدهی به‌عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار می‌گیرد و تأثیر نوسانات جریان نقدی بر آن شناسایی می‌گردد. از این رو مطابق با تحقیقات؛ گماریز و بالستا^{۱۱} (۲۰۱۴)، وی و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۱)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۲) از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها برای محاسبه سررسید بدهی استفاده شده است که در عموم تحقیقات مشابه به‌عنوان معیار سنجش ساختار سررسید بدهی می‌باشد. مدل مربوط به شرح زیر می‌باشد:

¹¹ Gomariz, M, C. , Ballesta, J, P

¹² Wei, J

$$\text{Debt maturity} = \frac{\text{Total long_term deb}}{\text{Total debt}} = \frac{\text{کل بدهی بلند مدت}}{\text{کل بدهی}}$$

Debt maturity : ساختار سررسید بدهی

Total long-term debt: کل بدهی بلندمدت

Total debt: کل بدهی

متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق نقد شوندگی سهام است که از رابطه میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به شرح زیر به دست می‌آید برای سنجش نقدینگی استفاده شده است که در تحقیقاتی همچون؛ تاکافومی^{۱۳} (2015) و علیزاده و همکاران (۱۳۹۴) نیز از این شاخص برای سنجش نقدینگی سهام شرکت بهره برده‌اند. که در آن؛

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{\frac{AP_{it} + BP_{it}}{2}}$$

$$= \frac{\text{میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام} - \text{میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام}}{\frac{\text{میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام} + \text{میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام}}{2}}$$

BA_{it}: معرف میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت (معیار سنجش نقد شوندگی سهام)

AP_{it}: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت

BP_{it}: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت

شایان ذکر است اطلاعات مربوط به قیمت سهام به صورت مستقیم از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین برگرفته از اطلاعات اعلام شده سایت کدال جمع‌آوری شده است.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE): در این تحقیق، اندازه شرکت، توسط محاسبه لگاریتم از کل دارایی‌های هر شرکت، محاسبه می‌شود.

$$\text{size} = \log A$$

اهرم مالی (LEV): که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

$$\text{Lev} = \frac{TL}{TA} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی}}$$

¹³ Takafumi

بازده دارایی (ROA): بازده دارایی نشان‌دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی است و بیشتر بر بازده بخش عملیاتی متمرکز است. نسبت بازده دارایی‌ها حاصل تقسیم سود خالص به کل دارایی‌های است.

$$\text{بازده دارایی} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی}}$$

رشد فروش (S grow): رشد فروش شرکت است که از تفاوت فروش دوره جاری با دوره قبل تقسیم‌بر فروش دوره قبل به دست می‌آید و انتظار می‌رود تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد.

$$\text{رشد فروش} = \frac{\text{فروش دوره قبل} - \text{فروش جاری}}{\text{فروش دوره قبل}}$$

۶- تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش

برای آزمودن فرضیه‌های تحقیق از مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل

$$\text{Debt maturity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{liquidity}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{S Grow}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Debt maturity: ساختار سررسید بدهی

Liquidity: نقد شوندگی سهام

Size_{it}: اندازه شرکت

LEV_{it}: اهرم مالی

ROA_{it}: بازده دارایی

S Grow_{it}: رشد فروش

ε: خطای رگرسیون (باقی‌مانده مدل)

β₀: مقدار ثابت

β_i, i=1,2,3,4,5,6: ضرایب رگرسیونی

آمار توصیفی

در جدول زیر آماره توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. لازم به ذکر است که داده‌های تحقیق مربوط به دوره ۱۰ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ برای ۱۲۶ شرکت به صورت سالانه استخراج شده است.

سهام						
اندازه شرکت	۰۰۲۲۴۴۹	۰۰۰۲۷۸۷	۸۰۵۴۲۷۱	۰۰۰۰۰	۱۰۱۵۴۱۱	معنی‌دار
اهرم مالی	۰۰۸۲۶۳۸	۰۰۱۶۹۷۱	۴۸۶۹۲۵۶	۰۰۰۰۰	۱۰۱۴۶۳۴	معنی‌دار
بازده دارایی	-۰۰۰۰۴۶۷	۰۰۰۰۲۴۹	-۱۸۷۵۴۲۳	۰۰۶۱۰	۱۰۰۱۰۴۰	بی‌معنی
رشد فروش	-۰۰۰۰۲۰۰	۰۰۰۰۲۵۷	-۰۰۷۷۶۲۵	۰۰۴۳۵۸	۱۰۰۲۹۰۹	بی‌معنی
ضریب تعیین		۰/۴۴	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۴۰	
دوربین واتسون						۱/۵۳
آماره f						۱۷,۲۱
سطح معناداری						۰,۰۰
ناهمسانی واریانس						۰,۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق؛ ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۴۴ درصد متغیر ساختار سررسید بدهی توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۰/۴۰ درصد به‌دست‌آمده است. علاوه بر این به‌منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۵۳ بین بازه قابل‌قبول (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول فوق نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر نقد شونددگی سهام با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۵ درصد هستند که نشان‌دهنده رابطه معنادار با ساختار سررسید بدهی است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. پس فرضیه اول تحقیق مبنی بر بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب منفی متغیر نقد شونددگی سهام (۰,۰۱۹۵۹۰-) این رابطه به‌صورت معکوس می‌باشد. یعنی با افزایش نقد شونددگی سهام، ساختار سررسید بدهی کاهش پیدا می‌کند. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی دارند. اما بازده دارایی و رشد فروش با توجه به سطح معناداری بزرگ‌تر از ۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی ندارد.

۸- بحث و نتیجه گیری

به لحاظ حسابداری می‌توان از نتایج تحقیق حاضر استنباط کرد که برای مدیران شرکت‌هایی که نقد شونددگی سهام کمتری دارند، مشکل است که در تأمین مالی خود از نقد شونددگی سهام بهره ببرند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها

کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از سهام شرکت که قابلیت تبدیل به نقد شدن کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقد شدن بالا نباشند، این سهام باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. هزینه‌های نمایندگی کمتر برای سهامداران به معنی بیشتر بودن نسبت سود تقسیمی و یا سود سرمایه‌ای می‌باشد. به بیان دیگر سهامداران باید سهم را در بازار خریداری کنند و برای شناسایی سود سرمایه‌ای باید سهم را در بازار به فروش برسانند. یعنی هزینه‌های نمایندگی کمتر باید از طریق معامله شناسایی شود و سود به سهامداران منتقل گردد. نقد شوندگی بالای سهم به سهامداران در کسب سود بیشتر در نتیجه پایین بودن هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند.

در ادبیات نظریه نمایندگی، استفاده بیشتر از ساختار سررسید بدهی‌ها، از راه‌های کاهش هزینه نمایندگی معرفی می‌شود. زیرا استفاده بیشتر از ساختار سررسید بدهی شرکت از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام، منجر به کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌گردد نتیجه که در این تحقیق نیز بدان اشاره شد وجود نقد شوندگی بالای سهم سبب رونق نقدینگی و تأمین مالی شرکت می‌گردد از این رو ساختار سررسید بدهی کاهش می‌یابد که نشانگر رابطه معکوس بین نقد شوندگی سهم و ساختار سررسید بدهی می‌باشد نتایج تحقیق حاضر همسو با نتایج تحقیق نو فاضل^۴ (2021) می‌باشد در تحقیق آنان نیز که برای شرکت‌های عضو بورس بمبئی (هند) و با بهره‌گیری از داده‌های تابلوی و روش رگرسیون چند متغیره انجام شده بود اثبات شد که، بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی رابطه منفی وجود دارد و همچنین هزینه ناشی از نمایندگی شدت رابطه فوق را تشدید می‌کند. این همخوانی ناشی از مزایای نقد شوندگی سهام برای شرکت‌های سهامی می‌باشید مکه به‌عنوان یک نوع منبع تأمین مالی سریع بوده و از طرفی تأثیر کاهنده هزینه نمایندگی به سبب کاهش هزینه سرمایه که در پی کاهش هزینه نمایندگی است سبب رونق نقد شوندگی سهام شده که شدت رابطه فوق را کاهش می‌دهد.

۱- طبق نتیجه فرضیه اول بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد. به ناظران بورسی و همچنین به سیاست‌گذاران بازار پول و سرمایه پیشنهاد می‌شود که به بدهی بلندمدت به‌عنوان عاملی احتمالی در ایجاد حباب‌های قیمتی و ایجاد نابسامانی و فقدان ثبات در بازارهای مالی توجه نمایند ضمن اینکه با توجه به رابطه منفی بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی، به سرمایه‌گذارانی که مالک تصمیم‌گیری آن‌ها نقد شوندگی سهام است، توصیه می‌شود به سررسید بدهی‌های شرکت نیز در تصمیمات خود توجه نمایند.

راجع

۱. اصغری، ابراهیم، عباسیان فریدونی، محمدمهدی، نسل موسوی، سید حسین. (۱۳۹۹). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۲(۱)، ۱-۲۹.
۲. حسنی القار، مسعود و رحیمیان، نظام‌الدین. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۱)، ۸۹-۱۰۶.

۳. حاجیه‌ها، زهره، اخلاقی، حسنعلی، (۱۳۹۱). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تنوری نمایندگی و تنوری اهرم، مجله حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، صص ۱۵-۳۰.
۴. شمس‌الدینی، کاظم، دانشی، وحید، فولادی سوادکوهی، فاطمه. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت با ریسک سقوط آتی قیمت سهام. پیشرفت‌های حسابداری، (۱)۱۱، ۲۰۱-۲۲۸.
۵. صالحی، اله کرم. (۱۴۰۰). تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تأکید بر معیارهای آمیهدود، حجم معامله و شکاف قیمتی. دانش سرمایه‌گذار، (۳۷)۱۰، ۳۷-۵۵.
6. Agarwal, P., (2008), "Institutional Ownership and Stock Liquidity ", working paper.pp:78-98
7. Hang .Yan. Zhou & Meng Yan1,..(2017). the moderating effects of agency costs on the relationship between executive explicit incentives and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. Revista de la Facultad de Ingeniería U.C.V., Vol. 32, N°8, pp. 341-350, 2017.
8. Joseph Marks and Chenguang Shang. (2021). Does Stock Liquidity Affect Corporate Debt Maturity Structure? The Quarterly Journal of Finance .
9. Flannery, M.J., (1986), Asymmetric information and risky debt maturity choice. The Journal of Finance, 419: 19-37.
10. Marx M. Shang D. (2017). Investigating the Impact of Chastity on the Maturity Maturity Structure. Available at www. Ssrn. com/ sol3/papers. Cfm? abstract_id=1342706.
11. Hui Liu, Charles P. Cullinan & Junrui Zhang (2018): Modified audit opinions and debt contracting: evidence from China, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, DOI: 10.1080/16081625.2018.1517048.
12. Teguh Erawati & Lepak G and Sri Hermuningsih.(2019). DOES GROWTH OPPORTUNITIES MODERATE THE RELATIONSHIP BETWEEN PROFITABILITY AND LIQUIDITY TOWARD FIRM VALUE? Journal of Business & Finance in Emerging Markets. 46(1), PP. 91-114.
13. Xiong, J. (2016). "Stock Liquidity and Firm Investment, Evidence from Chinese". Journal of Business Theory and Practice, 4(1), 2.