

بررسی رابطه نقدینگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت ها با توجه به نقش مالکیت نهادی

نادر نقش بندی

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی - قوچان ایران

Nader_naghshbandi@yahoo.com

عرفان شیرپور

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی - قوچان ایران

زهرا همتی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی - قوچان ایران

داود سه یک کار

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی - قوچان ایران

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه نقدینگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت ها با توجه به نقش مالکیت نهادی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق از نوع مطالعه کتابخانه ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده ی تحقیق از نرم افزار R استفاده شد. به منظور بررسی نوع داده های ترکیبی از آزمون اف لیمر استفاده شد. همچنین در هر یک از مدل های برازش داده شده، مناسبت مدل و فرضیه های زیربنایی همچون نرمالیتی، همسانی واریانس و عدم خود همبستگی باقی مانده ها بررسی شد. نمونه آماری این پژوهش شامل 148 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی 1390 تا 1398 مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش در سطح خطای مورد انتظار پنج درصد نشان داد بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل نمی کند.

کلیدواژه ها: نقدینگی سهام، سررسید بدهی، مالکیت نهادی.

1- مقدمه

در ادبیات مالی بدهی های کوتاه مدت به عنوان یک ابزار نظارت موثر شناخته شده است (داتا و همکاران¹، 2005). تمدید مکرر بدهی به وام دهندگان اجازه می دهد به راحتی وضعیت مالی شرکت وام گیرنده را مجدداً ارزیابی کند، اطلاعات مربوطه را تأیید کرده و تصمیمات مدیریتی را در زمان مذاکره مجدد بررسی کند. بنابراین، بررسی دقیق در روند تمدید بدهی می تواند به جلوگیری از رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش مشکلات نمایندگی کمک کند. اما استفاده از بدهی کوتاه مدت، بدون هزینه نیست. بنگاه هایی که نسبت بالایی از بدهی های کوتاه مدت در ساختار سررسید بدهی خود دارند، دارای ریسک تأمین مالی بیشتر هستند (جوهانسون²، 2003)، که ممکن است به نوبه خود تأثیر منفی بر سرمایه گذاری ها و رشد آینده داشته باشد (آلمیدا و همکاران³، 2012). همانطور که داتا و همکاران (2005) بیان می کنند، با توجه به مزایای نظارت بر بدهی های کوتاه مدت، انتخاب سررسید بدهی مستلزم ایجاد مصالحه بین مزایای نظارت خارجی بازار بدهی و هزینه نقدینگی ناکارآمد است. به این ترتیب، یک مکانیزم حکمرانی که جایگزین عملکرد نظارت بر بدهی های کوتاه مدت است شکل می گیرد تا بدون تحمیل هزینه های مربوطه، به شرکت ها انعطاف پذیری دهد تا پویایی این رابطه را تغییر داده و سررسید بدهی خود را به گونه ای طراحی کنند که با نیازهای استراتژیک آنها بهتر مطابقت داشته باشد. تمرکز این مطالعه، بررسی این مورد است که آیا نقدینگی بازار سهام می تواند چنین نقشی را ایفا کند. در سال های اخیر، نقدینگی سهام به عنوان یکی از عناصر مورد بحث در بازار مالی، به دلیل افزایش علاقه به عملکرد حاکمیتی، با طیف وسیعی از موضوعات مربوط به امور مالی شرکت ها مرتبط بوده است. در فصل اول پس از بیان مسئله تحقیق و چگونگی برگزیدن موضوع تحقیق، اهمیت و ضرورت آن بیان می شود؛ سپس اهداف تحقیق را بیان نموده و سوال های را که تحقیق درصد پاسخگویی به آنها است مشخص می گردد و در ادامه به بیان فرضیه ها پرداخته خواهد شد که با آزمون هر یک می توان پاسخ صحیح سوال های تحقیق را در هر یک دریافت. همچنین روش، ابزار گردآوری داده جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها و روش های آماری مناسب و قلمرو و جامعه آماری و روش انتخاب نمونه در سرفصل های جداگانه به طور خلاصه بررسی خواهد شد. تعاریف واژه های کلیدی تحقیق نیز در این فصل آورده شده و در نهایت در انتهای این فصل به ساختار کلی تحقیق اشاره شده است.

2- مبانی نظری و فرضیه ها

مفهوم نقدینگی دو مکتب فکری مکمل نشات می گیرد: مورد اول استدلال می کند که نقدینگی سهام مزایای خالص نظارت پرهزینه را افزایش می دهد و اثربخشی مداخله سهامداران بزرگ را افزایش می دهد (کاهن و وینتون⁴، 1998). مورد دوم نشان می دهد، که از آنجا که هزینه های کمتر معاملاتی ناشی از نقدینگی سهام، سرمایه گذاران را قادر می سازد تا با دریافت اطلاعات منفی سهام خود را به راحتی بفروشند (ادمانس و مانسو⁵، 2011)، لذا تهدید به خروج از سوی سهامداران بزرگ می تواند به عنوان نوعی حکمرانی عمل کند که مشکلات نمایندگی را کاهش می دهد. هر دو دیدگاه، به اثر حاکمیت نقدینگی سهام اشاره دارند که توسط شواهد تجربی اخیر پشتیبانی می شود (چن و همکاران⁶، 2019). در زمان تصمیمات سررسید بدهی، عملکرد نظارت بر استفاده از بدهی های کوتاه مدت ممکن است در صورتی که مدیریت نقدینگی بازار سهام به خوبی تنظیم شده باشد، ضرورت کمتری پیدا کند. در نتیجه، شرکت های دارای نقدینگی بالا، به ویژه آن هایی که قصد دارند ریسک تأمین مالی خود را کاهش دهند، ممکن است انگیزه ای برای حرکت به سمت طولانی کردن سررسید بدهی داشته باشند، در حالی که می توانند کیفیت حاکمیت خود

¹ Datta et al.,

² Johnson

³ Almeida et al.,

⁴ Kahn and Winton

⁵ Edmans and Manso

⁶ Chen et al.,

را همچنان حفظ کنند. در حالی که بحث قبلی نشان دهنده وجود ارتباط منفی بین استفاده از بدهی کوتاه مدت و نقدینگی سهام است، عکس این مسئله نیز می تواند صادق باشد.

چندین مطالعه نشان می دهد که نظارت شدید بر بازار سهام از طریق نقدینگی سهام باعث ایجاد فشار بر عملکرد کوتاه مدت مدیران می شود، که ممکن است به نوبه خود منجر به کوتاه بینی مدیریتی شود (چانگ و همکاران¹، 2017). از آنجا که مدیران کوتاه بین به احتمال زیاد از سرمایه گذاری های کوتاه مدت حمایت می کنند، نظریه تطبیق سررسید نشان می دهد که شرکت های کوتاه مدت احتمالاً بدهی های کوتاه مدت بیشتری در ساختار سررسید بدهی خود اتخاذ می کنند (گویدس و اوپلر²، 1996). علاوه بر این، با توجه به اینکه مطالبات ثابت بلند مدت ممکن است مانع از دستیابی آنها به اهداف کوتاه مدت در شرایط نامطلوب شود، مدیرانی که تحت فشار عملکرد بیشتری قرار دارند ممکن است سعی کنند از تعهدات بدهی در مدت زمان طولانی اجتناب کنند. این ملاحظات بیانگر این است که شرکت هایی که سهام نقدینگی دارند، ممکن است کسری بیشتری از بدهی کوتاه مدت را در ساختار سررسید بدهی خود انتخاب کنند. بنابراین، رابطه بین سررسید بدهی و نقدینگی سهام در نهایت یک رابطه تجربی است. تحلیل مارکس و شانگ³ (2021) شواهد محکمی را نشان می دهد که استفاده از بدهی کوتاه مدت با نقدینگی سهام ارتباط منفی دارد. به عبارت دیگر، شرکت هایی که سهام نقدینگی (غیر نقدینگی) بیشتری دارند، نسبت به بدهی کوتاه مدت (بالتری) کمتری در ساختار سررسید بدهی خود دارند. این یافته برای کنترل مجموعه ای از عوامل تعیین کننده معمول ساختار سررسید بدهی و عوامل مرتبط با شرکت، مدیر و حاکمیت که می تواند گیج کننده باشد، صادق است. مارکس و شانگ (2021) دریافتند که شرکت هایی که افزایش نقدینگی سهام را در این دوره تجربه کرده اند، با کاهش نسبی استفاده از بدهی های کوتاه مدت در پی این رویداد مرتبط هستند. تفسیر مارکس و شانگ (2021) از رابطه معکوس بین بدهی کوتاه مدت و نقدینگی سهام بر اساس یک چارچوب مبادله ای است که در آن شرکت ها هنگام انتخاب سررسید بدهی، مزایای نظارت بر بازار بدهی را در برابر ریسک تأمین مالی مجدد می سنجند (داتا و همکاران، 2005). شهود این است که بخش بیشتری از بدهی های کوتاه مدت در ساختار سررسید بدهی می تواند در صورت نیاز بیشتر به کاهش مشکلات نمایندگی ارزشمند باشد، اما اگر چشم انداز تأمین مالی مجدد نامشخص باشد، می تواند امری پرهزینه باشد. با توجه به اینکه نقدینگی بازار سهام نقش نظم و انضباطی ایفا می کند که باعث تلاش مدیران می شود، ممکن است مزایای تکیه بر بدهی های کوتاه مدت را به عنوان یک مکانیسم نظارتی کاهش دهد. در نتیجه، شرکت هایی که دارای سهام نقدینگی هستند، ممکن است تمایل داشته باشند که در ساختار سررسید بدهی خود، بدهی طولانی مدت بیشتری به کار گیرند، زیرا این کار به این شرکت ها اجازه می دهد تا بدون نقض کیفیت حاکمیت، از نقدینگی ناکارآمد جلوگیری کنند. بر اساس پیشینه پیشرو این پژوهش در پی پاسخ به این سوال اساسی است که آیا بین نقدینگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت ها رابطه وجود دارد؟

فرضیه های این تحقیق بر اساس تئوری ها و نظریه های موجود در پیشینه که در ادامه به تشریح آن پرداخته شده است به شرح زیر بیان می شوند:

فرضیه 1: بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه 2: مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل می کنند.

3- جامعه و نمونه آماری

شرط لازم برای انجام هر پژوهشی در دسترس بودن اطلاعات است. در وضعیت کنونی ایران، اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دسترس است. همچنین با توجه به معیارها و ضوابطی که سازمان بورس اوراق بهادار برای پذیرش، ادامه فعالیت و نحوه

¹ Chang et al.,

² Guedes and Opler

³ Marks and Shang

گزارشگری شرکت‌ها تعیین کرده است، اطلاعات مربوط به شرکت‌های عضو بورس از کیفیت بالاتری برخوردار بوده، منسجم‌تر و همگن‌تر است. بنابراین جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش نیز دوره زمانی 9 ساله از سال 1390 الی 1398 می باشد. در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از روش جامعه دردسترس استفاده خواهد شد. بدین منظور آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند:

1. شرکت های نمونه تا پایان اسفند سال مالی 1390 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند
2. شرکت های نمونه نبایستی سال مالی خود را طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند.
3. شرکت های نمونه بایستی اطلاعات در دسترس داشته باشند
4. شرکت های نمونه جزء بانکها، موسسات مالی، شرکت های سرمایه گذاری، بیمه ها، صندوق ها نباشند.
5. شرکت های نمونه شرکت ها نبایستی قبل از سال 1390 از بورس خارج شده باشند یا طی دوره مد نظر تحقیق به بورس ورود پیدا نموده باشند.

شرح دقیق تر این مبحث در فصل سوم ارائه شده است.

4- پیشینه تحقیق

4-1- پیشینه لاتین

مارکس و شانگ (2021) در پژوهشی رابطه بین استفاده از بدهی کوتاه مدت و نقدینگی بازار سهام را نشان دادند. رویکرد این محققین نشان می دهد که رابطه بین ساختار سررسید بدهی و نقدینگی سهام ممکن است از نوع علیت باشد. تأثیر نقدینگی سهام بر سررسید بدهی در حضور دارایی های بنگاه و زمانی که وام گیرندگان در معرض ریسک تأمین مالی مجدد بیشتری قرار دارند، قوی تر است. همچنین این محققین شواهدی ارائه نمودند که شرکت های دارای سهام نقدینگی تمایل به انتشار اوراق قرضه بلند مدت دارند و از توسعه بازده پایین تر اوراق قرضه بهره مند می شوند. به طور کلی، نتایج این محققین از این دیدگاه که عملکرد حاکمیت نقدینگی بازار سهام، ضرورت نظارت بر بازار بدهی را کاهش می دهد پشتیبانی می کند، امری که به شرکت ها اجازه می دهد برای جلوگیری از هزینه ها و ریسک تأمین مالی مکرر به سمت بدهی بلند مدت حرکت کنند.

کیرچ و ترا¹ (2012) عوامل مؤثر در سررسید بدهی شرکت‌های امریکای جنوبی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد اندازه، ریسک تجاری و نسبت دارایی‌های مشهود شرکت‌ها، تأثیر عمده و مثبتی در سررسید بدهی آنها دارد. سطح توسعه مالی نیز به‌طور عمده با سررسید بدهی مرتبط نیست.

استفان و همکاران² (2011) نشان دادند شرکت هایی که بیشتر در معرض تنگناها و محدودیت های مالی هستند، حساسیت بیشتری به عوامل تعیین کننده بدهی دارند. در ضمن شرکت هایی که محدودیت های مالی کمتری دارند، با هزینه های نمایندگی با کاهش سررسید بدهی مقابله می کنند؛ در صورتی که شرکت های با تنگناهای نقدی جدی، بیشتر در معرض ریسک نقدینگی هستند.

هاکبارث³ (2008) در پژوهشی به این نتیجه رسید که بیش‌اطمینانی مدیران در تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد و مدیران بیش-اطمینان، تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند؛ زیرا آنها معتقدند شرکت آنها سودآورتر و یا کم‌خطرتر است.

4-2- پیشینه فارسی

¹ Kirch & Terra

² Stephan, et al.,

³ Hackbarth

رضایی و مرادی (1398) در پژوهشی، تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بازه زمانی بین سال‌های 1386 تا 1395 مورد بررسی قرار دادند. ساختار بدهی از شاخص‌های مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود. از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکتها حیاتی هستند. در همین راستا بدهی‌ها به سه دسته بدهی‌های کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت طبقه بندی شده و تأثیر فرا اطمینانی بر آنها آزموده شد. نتایج بررسی 79 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت و میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین سررسید بدهی بلند مدت با فرا اطمینانی مدیریت رابطه منفی و معناداری وجود دارد و تمرکز مالکیت بر رابطه سررسید بدهی کوتاه مدت و بلند مدت با فرا اطمینانی مدیریت تاثیر معناداری نداشت و تمرکز مالکیت بر رابطه سررسید بدهی میان مدت با فرا اطمینانی مدیریت تاثیر معناداری داشت.

نیک بخت و همکاران (1398) به پژوهشی با هدف بررسی تأثیر تمرکز بر مشتری بر ساختار سرمایه و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده گردیده است. برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از شاخص اهرم مالی، برای ساختار سررسید بدهی از نسبت بدهی بلندمدت و برای اندازه‌گیری تمرکز بر مشتری از سه متغیر نسبت فروش‌های عمده (فروش‌های بالای 10 درصد) به کل فروش، شاخص هرفیندال - هیریشمن و از متغیر مجازی وجود یا عدم وجود مشتری عمده در شرکت استفاده شده است. نمونه آماری این تحقیق پس از اعمال برخی محدودیت‌های موجود در این پژوهش، شامل 140 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی 1390 تا 1395 است. شواهد پژوهش نشان داد که بین تمرکز بر مشتری و ساختار سرمایه، رابطه مثبت معنادار وجود دارد. به عبارتی، در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، میزان اهرم مالی (بدهی) بالاتر است. همچنین، ساختار سررسید بدهی در شرکت‌هایی با مشتریان عمده، بلندمدت‌تر است.

حسنی القار (1397)، در پژوهشی به عنوان بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو جنبه مبتنی سوگیری مدیران در پیشبینی سود و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران استفاده کرده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری بر ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیشاطمینان، با انتخاب درصد بالاتری از بدهی کوتاه مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

معین نژاد (1395) در تحقیقی به عنوان بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافت که رابطه منفی معنی داری بین نسبت بدهی و سررسید بدهی در سود خالص و جریان نقدی عملیاتی در شرکت با اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد.

حاجیه‌ها (1392)، در تحقیقی به عنوان بررسی ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت به این نتیجه رسید که بین اندازه هیأت مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ساختار بدهی رابطه منفی معنی داری وجود دارد.

5- مدل آزمون فرضیه‌ها و متغیرهای مورد مطالعه

در این بخش به بررسی مدل آزمون فرضیه‌ها و نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرها در آن‌ها پرداخته می‌شود:

3-1. مدل آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه های تحقیق بر اساس رویکرد تحقیق مارکس و شانگ (2021) از مدل های رگرسیونی زیر بهره گرفته می شود. به منظور آزمون فرضیه های تحقیق از دو مدل رگرسیونی استفاده می شود.

$$ST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Volume}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{CFO}_{i,t} + \beta_5 \text{ROE}_{i,t} + \beta_6 \text{LnAGE}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \beta_9 \text{MB}_{i,t} + \beta_{10} \text{R}_{it} + \beta_{11} \text{R\&D}_{i,t} + \beta_{12} \text{LEV}_{i,t} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل فوق جهت آزمون فرضیه اول تحقیق از ضرایب متغیر (Volume_{it}) در مدل که β_1 می باشد استفاده می شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تایید واقع می گردد.

مدل آزمون فرضیه دوم تحقیق به شرح رگرسیون زیر می باشد:

$$ST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Volume}_{i,t} + \beta_2 \text{IO}_{i,t} + \beta_3 \text{Volume}_{i,t} \times \text{IO}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} + \beta_7 \text{ROE}_{i,t} + \beta_8 \text{LnAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{Growth}_{i,t} + \beta_{10} \text{Loss}_{i,t} + \beta_{11} \text{MB}_{i,t} + \beta_{12} \text{R}_{it} + \beta_{13} \text{R\&D}_{i,t} + \beta_{14} \text{LEV}_{i,t} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل فوق جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق از ضرایب متغیر (Volume_{it}) در مدل که β_3 می باشد استفاده می شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تایید واقع می گردد. در مدل های فوق داریم:

3-4-2. متغیرهای مورد مطالعه

متغیر وابسته:

ساختار سررسید بدهی (ST): برای محاسبه سررسید بدهی نیز از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی ها استفاده شده است.

متغیر مستقل:

Volume_{it}: نشان دهنده حجم معاملات سهام شرکت i در سال مالی t . تحقیقات نشان می دهند که بازارهای دارای حجم معاملات بالا از نقدینگی بیشتر بهره مند هستند.

متغیر تعدیل کننده:

IO: درصد مالکیت سهامداران نهادی شرکت i در سال مالی t .

متغیرهای کنترلی:

ROA: بازده دارایی ها که حاصل نسبت سود قبل از بهره و مالیات به ارزش دفتری کل دارایی ها است

CFO: جریان های نقدی عملیاتی شرکت در سال t

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام که حاصل نسبت سود قبل از بهره و مالیات به ارزش دفتری صاحبان سهام است.

LnAGE: لگاریتم طبیعی سن شرکت i از زمان تاسیس تا پایان سال t . (جهت کنترل قدمت یا سن شرکت ها)

Growth: نشاندهنده رشد شرکت است که از رشد فروش دوره جاری نسبت به دوره قبل محاسبه می شود.

Loss: یک متغیر مجازی است اگر شرکت دارای زیانده باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می شود.

MB: نسبت ارزش بازار سهام شرکت به ارزش دفتری سهام می باشد.

R: بازده سهام به شرح زیر می باشد:

$$Re_{it} = \frac{p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha) + D}{p_{t-1} - c\alpha} \times 100 \quad \text{رابطه (3-4)}$$

که در آن: Re: بازده سهام؛ D: سود تقسیمی هر سهم طی سال، α : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته، β : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، P_{t-1} : قیمت سهم در پایان دوره $t-1$ ، P_t : قیمت سهم در پایان دوره t ، C : ارزش اسمی سهام.

R&D: متغیر وابسته تحقیق و توسعه عبارت است از نسبت هزینه های تحقیق و توسعه به ارزش فروش شرکت t در گزارش سال t .

SIZE: اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها شرکت t در سال t .

LEV: اهرم مالی عبارت است از نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت t در سال t .

INDUSTRY: صنایع انتخابی از بورس.

6- روش گردآوری داده ها

پس از مشخص شدن نمونه ها به جمع آوری اطلاعات جهت آزمون فرضیه ها پرداخته می شود که با توجه به فرضیه های مطرح شده به منظور محاسبه متغیرهایی که شامل اطلاعات حسابداری هستند، از اطلاعات صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. به طور خلاصه در گردآوری اطلاعات هم به صورت کتابخانه ای در تدوین ادبیات موضوع و هم بررسی میدانی (داده های منتشر شده) از صورت های مالی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران جهت تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیه ها استفاده خواهد شد. داده هایی که جهت محاسبه متغیرهای تحقیق مورد نیاز می باشند به روش های زیر گردآوری شده اند:

- 1) مراجعه به شبکه اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار تهران (کدال)؛
- 2) استفاده از گزارشات مالی منتشره شده توسط بورس اوراق بهادار تهران؛
- 3) سایت سازمان بورس اوراق بهادار (مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)¹
- 4) کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار².

7- آمار توصیفی

در این بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می شود. هم چنین لازم به ذکر است که با توجه به نمونه گیری انجام شده تعداد 148 شرکت به عنوان شرکت های نمونه آماری انتخاب شدند که داده های آنها طی دوره ی 9 ساله (1390 الی 1398) مورد بررسی قرار گرفت. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر ارائه گردیده است.

جدول 1 آمار توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

نماد	مقیاس	میانگین	میان	کمترین	بیشترین	انحراف	چولگی	کشیدگی
ST	نسبت	0/885	0/924	0/153	0/999	0/115	-2/061	5/671
Volume	لگاریتم	12/859	12/789	6/042	19/110	1/909	0/236	-0/019
SIZE	لگاریتم	14/382	14/192	11/035	20/183	1/515	0/848	1/250

¹ <http://rdis.ir/>

² <http://www.seo.ir/>

3/338	-0/161	0/169	0/674	-1/063	0/126	0/142	نسبت	ROA
1/514	0/407	0/140	0/726	-0/460	0/106	0/124	نسبت	CFO
1038/230	-30/591	2/130	9/486	-72/695	0/319	0/250	نسبت	ROE
-0/116	-0/752	0/352	4/219	2/397	3/761	3/645	لگاریتم	LnAGE
48/175	4/655	0/490	6/594	-0/825	0/205	0/267	نسبت	Growth
3/582	2/361	0/323	1	0	0	0/118	مجازی	Loss
895/533	-27/662	26/303	153/516	-862/987	2/332	2/743	نسبت	MB
26/875	4/011	195/912	1758 2424	-72/537	30/532	98/858	درصد	R
120/472	9/797	0/0008	0/013	0	0	0/0001	نسبت	R&D
38/514	3/585	0/247	3/975	0/036	0/576	0/584	نسبت	LEV
-1/133	0/570	31/876	98/93	0	24/015	33/917	درصد	IO

تحلیل توصیفی، اطلاعات مفیدی را در خصوص توزیع داده های جمع آوری شده و متغیرهای محاسبه شده در اختیار محقق قرار می دهد. نتایج ارائه شده در جدول فوق نشان می دهد که حداقل و حداکثر متغیرها بالاترین و کمترین داده موجود در داده های جمع آوری شده از سطح شرکت را نشان می دهند. در آمار توصیفی شاخصه اندازه گیری پارامتر مشخص کردن انحراف از قرینگی، ضریب چولگی است. منفی بودن چولگی در متغیر با نماد (ST) به میزان $-2/061$ و متغیر با نماد (ROA) به میزان $-0/161$ و متغیر با نماد (ROE) به میزان $-30/591$ و متغیر با نماد (LnAGE) به میزان $-0/752$ و متغیر با نماد (MB) به میزان $-27/662$ نشان دهنده آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت کوچکتر (چولگی منفی) دارد. مثبت بودن چولگی در سایر متغیرهای پژوهش نشان دهنده آن است که توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بزرگتر (چولگی مثبت) دارد. شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال، ضریب کشیدگی نام دارد. منفی بودن ضریب کشیدگی در برخی از متغیرهای پژوهش همچون متغیر با نماد (Volume) به میزان $-0/019$ و متغیر با نماد (LnAGE) به میزان $-0/116$ و متغیر با نماد (IO) به میزان $-1/133$ حاکی از آن است که متغیرهای تحقیق کوتاه تر از توزیع عادی هستند، بنابراین توزیع بیشتر از توزیع عادی است. ضریب مثبت ضریب کشش در سایر متغیرهای تحقیق حاکی از آن است که متغیرهای تحقیق بالاتر از توزیع عادی جمعیت هستند و بنابراین توزیع کمتر از توزیع عادی است.

8- آمار استنباطی

در ادامه به تشریح آزمون های تشخیصی در تعیین نوع داده ها در مدل های پژوهش پرداخته خواهد شد.

8-1- آزمون تعیین نوع داده ها

8-2- آزمون اف لیمر

پس از انجام آزمون F، در صورتی که مقدار احتمال آماره F محاسبه شده کمتر از مقدار $0/05$ باشد فرضیه صفر پذیرفته نمی شود و لازم است مدل به روش داده های تابلویی (پانل دیتا) برآورد شود. جدول 2 نتیجه آزمون F لیمر را نشان می دهد.

جدول 2 نتیجه‌ی آزمون F لیمر انجام شده برای انتخاب روش حداقل مربعات معمولی یا پانل دیتا

مدل	فرضیه‌ی صفر (H ₀)	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
1	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	F لیمر	7/504	0/000	رد فرضیه‌ی صفر
2	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	F لیمر	7/484	0/000	رد فرضیه‌ی صفر

منبع: محاسبات پژوهش‌گر

با توجه نتایج جدول 2 می‌توان دریافت مقدار احتمال حاصل از آزمون در مدل‌ها کمتر از 0/05 است فرضیه‌ی H₀ یعنی ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی تأیید نشده و روش داده‌های تابلویی (پنل دیتا) پذیرفته می‌شود.

2-3-3-4. آزمون تصریح هاسمن در مدل

جدول (3) به طور خلاصه حاوی اطلاعات آزمون هاسمن می‌باشد:

جدول 3 آزمون هاسمن انجام شده برای تعیین مدل آثار تصادفی در مقابل مدل آثار ثابت

مدل	فرضیه صفر (H ₀)	آماره	احتمال	نتیجه
1	استفاده از روش آثار تصادفی	19/29	0/081	تایید فرضیه صفر
2	استفاده از روش آثار تصادفی	28/582	0/061	تایید فرضیه صفر

منبع: محاسبات محقق

با توجه نتایج جدول 3 حاصل از آزمون هاسمن قبل از آزمون مدل می‌توان دریافت که با توجه به مقدار آماره به دست آمده از آزمون و مقدار احتمال حاصل از آزمون که در مدل‌های تحقیق بیشتر از 0/05 است فرضیه صفر آزمون تأیید شده یعنی ارجحیت مدل آثار تصادفی مورد قبول واقع می‌شود.

9- تخمین مدل اول تحقیق

پس از تأیید مدل پانل آثار تصادفی با توجه به آزمون‌های انجام شده، مدل رگرسیونی اول تحقیق برآورد شد. در مدل زیر جهت آزمون فرضیه اول تحقیق از ضرایب متغیر (Volume_{i,t}) در مدل که β_1 می‌باشد استفاده می‌شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تأیید واقع می‌گردد. در ادامه تخمین مدل مربوط به آزمون این فرضیه ارائه شده است.

جدول 4 برآورد مدل رگرسیونی اول با استفاده از روش پانل آثار تصادفی با رویکرد تعمیم یافته

$ST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Volume}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{CFO}_{i,t} + \beta_5 \text{ROE}_{i,t} + \beta_6 \text{LnAGE}_{i,t} + \beta_7 \text{Growth}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \beta_9 \text{MB}_{i,t} + \beta_{10} \text{R}_{i,t} + \beta_{11} \text{R\&D}_{i,t} + \beta_{12} \text{LEV}_{i,t} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t}$					
ردیف	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره‌ی t	مقدار احتمال
1	Intercept (مقدار ثابت معادله)	8/500	7/644	11/120	0/000

0/023	-2/262	2/391	-5/409	Volume	2
0/037	2/085	4/100	8/547	SIZE	3
0/065	1/845	2/960	5/461	ROA	4
0/019	-2/332	2/166	-5/052	CFO	5
0/900	0/124	1/181	1/470	ROE	6
0/827	0/217	1/720	3/741	LnAGE	7
0/434	-0/782	5/293	-4/141	Growth	8
0/168	1/377	1/002	1/380	Loss	9
0/000	3/851	9/435	3/633	MB	10
0/000	-3/431	1/407	-4/826	R	11
0/652	0/451	3/665	1/652	R&D	12
0/586	0/544	1/746	9/506	LEV	13
0/529	-0/629	2/769	-1/741	IND 2	14
0/077	-1/765	2/550	-4/502	IND 3	15
0/001	-3/242	2/265	-7/344	IND 4	16
0/080	-1/747	2/525	-4/410	IND 5	17
0/608	-0/512	2/587	-1/323	IND 6	18
0/686	-0/404	2/633	-1/063	IND 7	19
0/150	-1/439	3/940	-5/671	IND 8	20

9-2- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق بیان می کند: «فرضیه اول: بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد». بیان آماری این فرضیه به شکل زیر است:

فرضیه صفر: بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
فرضیه یک: بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد.

بر اساس جدول 5 نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد نقدینگی سهام با نماد (Volume) در مدل رگرسیونی با ضریب تأثیرگذاری $(\beta_3: -5/409)$ با توجه به سطح معنی داری کمتر از $0/05$ ($p: 0/023$) رابطه معنی داری با سررسید بدهی شرکت دارد. با توجه به معنی داری لنا فرضیه صفر با اطمینان 95 درصد مورد تأیید واقع می گردد و فرضیه اول پژوهش مورد پذیرش واقع می شود.

9-3- تخمین مدل دوم تحقیق

پس از تأیید مدل پانل با آثار تصادفی با توجه به آزمون های انجام شده، مدل رگرسیونی دوم تحقیق برآورد شد. در مدل زیر جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق از ضرایب متغیر (Volume_{it}) در مدل که β_3 می باشد استفاده می شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تأیید واقع می گردد.

جدول 6 برآورد مدل رگرسیونی دوم با استفاده از روش پانل آثار تصادفی با رویکرد تعمیم یافته

$$ST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Volume}_{i,t} + \beta_2 \text{IO}_{i,t} + \beta_3 \text{Volume}_{i,t} \times \text{IO}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} + \beta_7 \text{ROE}_{i,t} + \beta_8 \text{LnAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{Growth}_{i,t} + \beta_{10} \text{Loss}_{i,t} + \beta_{11} \text{MB}_{i,t} + \beta_{12} R_{i,t} + \beta_{13} \text{R\&D}_{i,t} + \beta_{14} \text{LEV}_{i,t} + \text{INDUSTRY} + \varepsilon_{i,t}$$

ردیف	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	مقدار احتمال
1	Intercept (مقدار ثابت معادله)	8/659	8/052	10/754	0/000
2	Volume	-6/362	2/966	-2/145	0/031
3	IO	-3/182	6/776	-0/470	0/638
4	Volume × IO	3/674	5/307	0/069	0/944
5	SIZE	9/553	4/156	2/299	0/021
6	ROA	5/626	2/963	1/898	0/057
7	CFO	-5/089	2/164	-2/352	0/018
8	ROE	1/804	1/180	0/153	0/878
9	LnAGE	1/066	1/728	0/062	0/950
10	Growth	-3/861	5/288	-0/730	0/465
11	Loss	1/398	1/001	1/397	0/162
12	MB	3/723	9/436	3/946	0/000
13	R	-4/946	1/409	-3/510	0/000
14	R&D	1/289	3/677	0/351	0/725
15	LEV	9/697	1/745	0/556	0/578
16	IND 2	-1/469	2/777	-0/529	0/596
17	IND 3	-4/685	2/555	-1/833	0*/066
18	IND 4	-7/175	2/270	-3/161	0/001
19	IND 5	-3/933	2/547	-1/544	0/122
20	IND 6	-1/725	2/601	-0/663	0/507
21	IND 7	-1/065	2/642	-0/403	0/686
22	IND 8	-5/531	3/946	-1/401	0/161

4-9- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق بیان می‌کند: «فرضیه دوم: مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل می‌کنند.» بیان آماری این فرضیه به شکل زیر است:

فرضیه صفر: مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل می‌کنند.

فرضیه یک: مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل نمی‌کنند.

بر اساس جدول 5 نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش مالکیت نهادی نقدینگی سهام با نماد $(Volume \times IO)$ در مدل رگرسیونی با ضریب تأثیرگذاری $(\beta_3: 3/674)$ با توجه به سطح معنی‌داری بیشتر از $0/05$ ($p: 0/944$) رابطه‌ی معنی‌داری با سررسید بدهی شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی‌داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان 95 درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود.

5-9- خلاصه نتایج فرضیه اول تحقیق

پس از تأیید مدل پانل آثار تصادفی با توجه به آزمون‌های انجام‌شده، مدل رگرسیونی اول تحقیق برآورد شد. در مدل رگرسیونی اول جهت آزمون فرضیه اول تحقیق از ضرایب متغیر $(Volume_{it})$ در مدل که β_1 می‌باشد استفاده می‌شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی‌دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تأیید واقع می‌گردد. در ادامه تخمین مدل مربوط به آزمون این فرضیه ارائه شده است. فرضیه اول تحقیق بیان می‌کند: «فرضیه اول: بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.» نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد نقدینگی سهام با نماد $(Volume)$ در مدل رگرسیونی با ضریب تأثیرگذاری $(\beta_3: -5/409)$ با توجه به سطح معنی‌داری کمتر از $0/05$ ($p: 0/023$) رابطه‌ی معنی‌داری با سررسید بدهی شرکت دارد. با توجه به معنی‌داری صفر با اطمینان 95 درصد مورد تأیید واقع می‌گردد و فرضیه‌ی اول پژوهش مورد پذیرش واقع می‌شود.

نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش مارکس و شانگ (2021) در سطح معنی‌داری مورد انتظار همخوانی داشت.

6-9- خلاصه نتایج فرضیه دوم تحقیق

پس از تأیید مدل پانل با آثار تصادفی با توجه به آزمون‌های انجام‌شده، مدل رگرسیونی دوم تحقیق برآورد شد. در مدل رگرسیونی دوم جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق از ضرایب متغیر $(Volume_{it})$ در مدل که β_3 می‌باشد استفاده می‌شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی‌دار باشد فرضیه تبیین شده تحقیق مورد تأیید واقع می‌گردد. فرضیه دوم تحقیق بیان می‌کند: «فرضیه دوم: مالکیت نهادی، رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت را تعدیل می‌کنند.» نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد برهمکنش مالکیت نهادی نقدینگی سهام با نماد $(Volume \times IO)$ در مدل رگرسیونی با ضریب تأثیرگذاری $(\beta_3: 3/674)$ با توجه به سطح معنی‌داری بیشتر از $0/05$ ($p: 0/944$) رابطه‌ی معنی‌داری با سررسید بدهی شرکت ندارد. با توجه به عدم معنی‌داری لذا فرضیه‌ی صفر با اطمینان 95 درصد مورد تأیید واقع نمی‌گردد و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی‌شود. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش مارکس و شانگ (2021) در سطح معنی‌داری مورد انتظار همخوانی نداشت.

10- تفسیر نتایج فرضیه‌ها

بر اساس یک چارچوب داد و ستد که در آن بنگاه‌ها با سنجش مزایای نظارت بر بازار بدهی و هزینه‌های ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، گزینه‌های سررسید بدهی را انتخاب می‌کنند، این مطالعه تأثیر نقدینگی بورس در سررسید بدهی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داد. شواهد محکمی حاصل شد که نسبت بدهی کوتاه مدت در ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها با نقدینگی سهام ارتباط منفی دارد. به عبارت دیگر، بقیه شرکت‌های برابر، بنگاه‌هایی با نقدینگی سهام بالاتر تمایل دارند که از بدهی کوتاه مدت کمتری استفاده کنند. این یافته برای سنجش متغیرهای کلیدی و استراتژی‌های مختلف شناسایی کاملاً کاربردی است. رویکرد تفاوت در اختلافات نشان می‌دهد که تأثیر نقدینگی سهام بر سررسید بدهی ممکن است یک عامل علی باشد. تحلیل نشان می‌دهد که رابطه بین استفاده از بدهی کوتاه مدت و نقدینگی سهام برای شرکت‌های دارای سهام نهادی بزرگتر تحکیم شده است، که نشان می‌دهد نتیجه مستند شده احتمالاً بواسطه عملکرد حاکمیت نقدینگی سهام هدایت می‌شود. علاوه بر این، اثر نقدینگی سهام برای بنگاه‌هایی که در معرض ریسک بیشتری برای بازپرداخت سرمایه‌گذاری قرار دارند، بارزتر است. این یافته با این مفهوم سازگار است که نگرانی در مورد تمدید بدهی شرکت‌های دارای حقوق صاحبان سهام را ترغیب می‌کند تا نسبت بیشتری از بدهی بلند مدت را در ساختار سررسید بدهی خود به کار گیرند، زیرا عملکرد حاکمیت تأمین شده توسط نقدینگی سهام به آنها امکان می‌دهد بدون تغییر در کیفیت حاکمیت، تغییرات لازم را اعمال کنند.

روی هم رفته، شواهد ارائه شده در این پژوهش جایگزینی بین نظارت بر بازار بدهی و نظارت بر بازار سهام را نشان می‌دهد. یعنی عملکرد حاکمیت نقدینگی بازار سهام می‌تواند ضرورت اتکا به بدهی‌های کوتاه مدت را به عنوان مکانیزم نظارت کاهش دهد؛ و به شرکت‌ها - به ویژه شرکت‌هایی که در معرض ریسک سرمایه‌گذاری مجدد قرار دارند، - اجازه می‌دهد تا به سمت بدهی‌های بلند مدت سوق پیدا کنند. کاهش اصطکاک مالی، شرکت‌ها را قادر می‌سازد ساختار سررسید بدهی خود را به گونه‌ای انتخاب کنند که متناسب با نیازهای استراتژیک خود باشد، که ممکن است به نوبه خود تأثیرات مثبتی بر ارزش شرکت داشته باشد.

فو و تانگ (2016) نشان می‌دهند شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت بیشتری دارند، کمتر درگیر معاملات می‌شوند و وقتی این کار را انجام می‌دهند، معامله‌های کوچکتر انجام می‌دهند، زمان بیشتری برای اتمام معامله صرف می‌کنند و کمتر از وجه نقد استفاده می‌کنند. گوپالان و همکاران (2014) و وانگ و همکاران (2020) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که ریسک سرمایه‌گذاری بیشتری دارند مشمول هزینه‌های بیشتری برای وام گرفتن هستند. بنابراین، علیرغم مزایای ارزشمند نظارتی که قبلاً بحث شد، اتکا به بدهی‌های کوتاه مدت به دلیل احتمال نقدینگی ناکارآمد می‌تواند برای بنگاه‌ها پرهزینه باشد. به طور خاص، نشان داده شده است که نقدینگی بازار سهام با عملکرد بهتر شرکت (بهارات و همکاران، 2013)، افزایش حقوق مبتنی بر حقوق صاحبان سهام، احتمال بیشتر تشکیل بلوک و بهبود حکامیت شرکتی، ریسک نکول پایین تر و اجتناب از مالیات بالا مرتبط است. در این میان، محصول جانبی نظارت بر بازار سهام، کوتاه بینی مدیریتی است. با روشن سازی جنبه مبهم نقدینگی سهام (فانگ و همکاران، 2014)، دریافت که کوتاه بینی مدیریتی ناشی از نقدینگی بازار سهام مانع فعالیت‌های ابتکاری می‌شود که معمولاً شامل مقدار زیادی ریسک و عدم اطمینان است. به طور مشابه، چانگ و همکاران (2017) استدلال می‌کنند که فشار بر عملکرد کوتاه مدت ممکن است باعث شود که مدیران از بروز اخبار بد خودداری کنند، که به نوبه خود ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

از یک سو، این امکان وجود دارد که هنگام مواجهه با مشکلات سازمانی، شرکت‌های دارای سهام نقدینگی بتوانند برای اطمینان از حاکمیت شرکتی کافی، به نظارت بر بازار سهام اعتماد کنند و نظارت بر بازار بدهی (به عنوان مثال بدهی کوتاه مدت) را کمتر ضروری بدانند. در این صورت، بنگاه‌های اقتصادی، به ویژه شرکت‌هایی که قصد کاهش ریسک مجدد تأمین مالی را دارند، ممکن است انگیزه‌ای برای به کارگیری بدهی بلند مدت در ساختار سررسید بدهی خود داشته باشند. ز سوی دیگر، مدیرانی که برای رسیدن به اهداف عملیاتی تحت فشار بیشتری قرار دارند، ممکن است تصمیم بگیرند که سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت را انجام دهند که احتمالاً با بدهی‌های کوتاه مدت همخوانی دارد (گویدس و اوپلر، 1996). علاوه بر این، مدیران ممکن است بدهی بلند مدت را نامطلوب بدانند زیرا ادعاهای ثابت طلبکاران در مدت زمان طولانی می‌تواند توانایی آنها در دستیابی به اهداف کوتاه مدت را در صورت رسیدن اخبار بد محدود کند.

11- پیشنهاد‌های پژوهشی

در اینجا به چند نمونه از موضوع‌های که می‌تواند جهت پژوهش‌های آتی به منظور توسعه‌ی این پژوهش ارائه شود پرداخته شده است که عبارت‌اند از:

1. بررسی تاثیر شاخص‌های کلان اقتصادی بر سررسید بدهی شرکت‌ها.
2. بررسی نقش محدودیت مالی در شرکت‌ها در رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت‌ها؛
3. بررسی نقش تعدیل کنندگی سطح و کیفیت افشای اطلاعات در رابطه بین نقدینگی سهام و سررسید بدهی شرکت‌ها.

منابع تحقیق

منابع فارسی

1. ابزری، مهدی، صمدی، سعید و صفری، علی. (1386). بررسی تأثیر دوره سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، 14 (50): 99-118
2. باقری، مرتضی (1388). بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، دانشکده مدیریت.
3. برزگر، قدرت الله (1389). اصول حسابداری 1، بهار نارنج، بابلسر، چاپ پنجم.
4. پی‌نو، ریموند، ترجمه: جهانخانی، علی، پارسیان، علی (1386). مدیریت مالی، جلد دوم، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، تهران، چاپ یازدهم.
5. جهانخانی، علی، یزدانی، ناصر (1374). بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعه مدیریت، شماره 18 و 17، صص: 169-186.
6. حاجیه‌ها، زهرا. و اخلاقی، حسنعلی. (1392). بررسی تاثیر ویژگی هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت. فصلنامه پژوهشی حسابداری مدیریت. 1 (9)، 59-74.
7. حساس یگانه، یحیی و پوریان‌سب، امیر، (1384). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، مجله حسابداری، 165، 25-28.
8. حساس یگانه، یحیی. (1385). حاکمیت شرکتی در ایران، فصلنامه حسابرس، 32، 39-32.
9. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (1387). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، مجله حسابداری و حسابرسی، 15(52)، 1-25.
10. حسنی القار، مسعود؛ رحیمیان، نظام الدین. (1397). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، 6(1)، 89-106.

11. دوانی، غ. (1384). بورس، سهام و نحوه قیمت گذاری سهام. تهران: انتشارات نخستین، چاپ چهارم، 153.
12. رضایی، فرزین. و مرادی، مریم. (1398). تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، 12(43)، 143-157.
13. شیخ، محمد جواد و صفروپور، محمد حسن. (1386)، «بررسی تاثیر دوره سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، 14(50)، 99-118.
14. فروغی، د، میرزایی، م. (1391). تاثیر محافظه کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. 2: 117-77.
15. قائمی محمدحسین؛ و شهریاری، مهدی. (1388). حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها. پیشرفت های حسابداری، 1(1)، 128-113.
16. کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی نژاد، بیژن و رساییان، امیر. (1389). محدودیتهای مالی و حساسیتهای سرمایه گذاری به جریانهای نقدی در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفتهای حسابداری، 2(2)، 51-74.
17. مجتهد زاده، ویدا، علوی طبری، سیدحسین، خدابخشی، نجمه (1388). رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار 88.
18. معین نژاد، بهراد. (1395). بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر سررسید بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان.
19. نمازی، محمد و زراعتگری، رامین. (1388)، «بررسی کاربرد نسبت توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پیشرفت های حسابداری، سال اول، شماره 1، پیاپی. 57/3، ص: 231-262.
20. نوروش، ایرج، مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، مرادی، محمد (1387). مروری جامع بر حسابداری مالی، جلد اول، نگاه دانش، تهران، چاپ پنجم.
21. نوروش، ایرج؛ و ابراهیمی کردلر، علی. (1384). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. بررسی های حسابداری و حسابرسی، 42، 124-97.
22. نیکبخت، محمدرضا؛ صابرمهانی، معصومه. و دلدار، مصطفی. (1398). بررسی تاثیر تمرکز بر مشتری بر ساختار سرمایه و سررسید بدهی، دانش حسابداری، 10(1)، 39-65.
23. یحیی زاده فر، محمود و خرمدین، جواد. (1387). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، 15(53): 101-118.
24. یحیی زاده فر، محمود، شهاب الدین، شمس و لاریمی، سید جعفر. (1389)، «بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، 12(29)، 111-128.

منابع لاتین

1. Admati, A. Petleidere, P. and zechner. L. (1994). Large Shareholder, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of political economy*, 94: 461-480.
2. Agarwal, P. (2008). Institutional Ownership and Stock Liquidity. Working paper.
3. Aitken, M. & Comerton-Forde, C., (2003). How should liquidity be measured? *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(1), 45-59.
4. Almeida, H., M. Campello, B. Laranjeira, and S. Weisbenner, (2012), Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis, *Critical Finance Review* 1, 3–58.
5. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56.
6. Amihud, Y., & Mendelson, H., (1986a). Asset Pricing and the Bid- Asked Spread, *Journal of Financial Economics*, 1(17), 223– 249.
7. Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L.H., (2005). Liquidity and asset prices, *Foundations and Trends in Finance*, 1(4), 269–364.
8. Andrew, W., Constantin P., & Wierzbicki, M., (2003). It's 11pm—Do You Know Where Your Liquidity Is? The Mean-Variance-Liquidity Frontier”, *Journal of investment management*, 1(1), 55-93.
9. Barry, A.G. (2008). *Debt, Risk and Liquidity in Futures Markets*, Routledge, New York.
10. Beasley, M. S. Carcello, J.V. Hermanson, D.R. & Lapedes, P.D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizon*, 14 (4), 441-454.
11. Benson, G. J., & Hagerman, R. L. (1974). Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1(4): 353-364.
12. Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar, (2013), Exit as Governance: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance* 68, 2515–2547.
13. Bollen, N, Whaley, R., & Smith, T. (2004). Modeling the Bid/ask Spread: Measuring the Inventory-holding premium. *Journal of Financial Economics*, 72, 97–141.
14. Branch, B., & Freed, W. (1977). Bid-asked spreads on the AMEX and the big board. *Journal of Finance*, 32(1): 159-163.
15. Brockman, P., X. Martin, and E. Unlu, (2010), Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt, *The Journal of Finance* 65, 1123–1161.
16. Brous, P. and O. Kini (1994). The valuation effects of equity issues and the level of institutional ownership: Evidence of analysts' earnings forecasts. *Financial Management (Spring)*: 33-46.
17. Bushee, B. (1998). the influence of institutional investor myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*. 305-333.

18. Cadbury Committee, (1991). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Gee, London, UK).
19. Chai, D., Faff, R., & Gharghori, P.(2010). New evidence on the relation between stock liquidity and measures of trading activity. *International Review of Financial Analysis*, 19: 181-192.
20. Chan, H., & Faff, R., (2003). An investigation into the role of liquidity in asset pricing: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 555–572.
21. Chang, X., Y. Chen, and L. Zolotoy, (2017), Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52, 1605–1637.
22. Chen, Y., R. Ge, H. Louis, and L. Zolotoy, (2019), Stock Liquidity and Corporate Tax Avoidance, *Review of Accounting Studies* 24, 309–340.
23. Chiesa, G., & Nicodana, G., (2003). Privatization and Financial Market Development: Theoretical Issues, FEEM. Working Paper No. 1.
24. Chordia, T. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *Review of Financial Studies* 18, 85–129.
25. Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56(1): 3-28.
26. Chung, R. Firth, M. & Kim, J.B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29-48.
27. Cohen, D.A. Li, B. (2013). Why do Firms Hold Less Cash? The University of Texas at Dallas Working paper.
28. Dalton, C.M. & Dalton, D.R. (2005). Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *British Journal of Management*, 16,91-97.
29. Dang, V. A., E. Lee, Y. Liu, and C. eng Zeng, (2018), Corporate Debt Maturity and Stock Price Crash Risk, *European Financial Management* 24, 451–484.
30. Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman, (2005), Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt, *The Journal of Finance* 60, 2333–2350.
31. Diamond, D. W., (1991), Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *The Quarterly Journal of Economics* 106, 709–737.
32. Diamond, D. W., (1993), Seniority and Maturity of Debt Contracts, *Journal of Financial Economics* 33, 341–368.
33. Easley, D. and O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59 (4): 1553-83.
34. Easley, D., N. M. Kiefer, M. O'Hara, and J. B. Paperman, (1996). Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks, *The Journal of Finance* 51, 1405–1436.
35. Edmans, A., and G. Manso, 2011, Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders, *The Review of Financial Studies* 24, 2395–2428.



36. Edmans, A., V. W. Fang, and E. Zur, (2013), The Effect of Liquidity on Governance, *The Review of Financial Studies* 26, 1443–1482.
37. Fang, V., Noe, T., & Tice, S., (2009). Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169.
38. Fang, Vivian W., X. Tian, and S. Tice, (2014), Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?, *The Journal of Finance* 69, 2085–2125.
39. Ferreira, D., M. A. Ferreira, and C. C. Raposo, 2011, Board Structure and Price Informativeness, *Journal of Financial Economics* 99, 523–545.
40. Fu, X., and T. Tang, 2016, Corporate Debt Maturity and Acquisition Decisions, *Financial Management* 45, 737–768.
41. Glosten, L.R., & Milgrom, P.D. (1985). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously informed traders”, *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100.
42. Gopalan, R., F. Song, and V. Yerramilli, 2014, Debt Maturity Structure and Credit Quality, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49, 817–842.
43. Graham, J. R., S. Li, and J. Qiu, 2008, Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting, *Journal of Financial Economics* 89, 44–61.
44. Guedes, J., and T. Opler, 1996, The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues, *The Journal of Finance* 51, 1809–1833.
45. Guo, L., P. Lach, and S. Mobbs, 2015, Tradeoffs Between Internal and External Governance: Evidence from Exogenous Regulatory Shocks, *Financial Management* 44, 81–114.
46. Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 43 (4), 843–882.
47. Jacoby, G., Fowler, D.J., & Gottesman, A.A. (2000), The capital asset pricing model and the liquidity effect: a theoretical approach, *Financial Markets* ,. 3(3), 69–81.
48. Johnson, S. A., 2003, Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *The Review of Financial Studies* 16, 209–236.
49. Johnson, T.C., (2008). Volume, liquidity, and liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 388-417.
50. Kahn, C., and A. Winton, 1998, Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention, *The Journal of Finance* 53, 99–129.
51. Kim, O. (1993). Disagreements among shareholders Over a Firm's Disclosure Policy. *Journal Finance*, 2, 747 – 760.
52. Kirch, G., & Terra, P.R. (2012). Determinants of corporate debt maturity in South America: Do institutional quality and financial development matter? *Journal of Corporate Finance*. 18(4), 980-993.
53. Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6): 1315-1335.

54. Leland, H. E., and K. B. Toft, 1996, Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads, *The Journal of Finance* 51, 987–1019.
55. Lesmond, D., Ogden, J., & Trzcinka, C. (1999). A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies*, 12(5), 1113–1141.
56. Liu, W., (2005). A liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-41.
57. Loukil, N., Zayani, M.B. & Omri, A. (2010). Impact of Liquidity on Stock Returns: An Empirical Investigation of the Tunis Stock Market”, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 3(2), 261 - 283.
58. Marks, J.M., and Shang, C. (2021). Does Stock Liquidity Affect Corporate Debt Maturity Structure?. *The Quarterly Journal of Finance*, 11(01), 1-53. <https://doi.org/10.1142/S2010139221500051>.
59. Marshall, B.R. (2006). Liquidity and stock returns: Evidence from a pure order-driven market using a new liquidity proxy. *International Review of Financial Analysis*, 5(15), 21– 38.
60. Maug, E., 1998, Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off Between Liquidity and Control?, *The Journal of Finance* 53, 65–98.
61. Mirales, J.L., & Miralles, M.M., (2006). The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46, 254–267.
62. Nissim, D., & Penman, S., (2003). Financial Statement Analysis of Leverage and How It Inform About Profitability and Price-to-Book Ratios. *Review of Accounting Studies* 8, 531–560.
63. Omri, A., Zayani, M., & Loukil, N. (2006). Impact of liquidity on Stock returns: An empirical investigation of the Tunis stock market, *Finance and Business Strategies*, Social Science Electronic Publishing.
64. Osman Imam, M. & Malik, M. (2007). Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*, 3(4), 77-110.
65. Perotti, E.C., & Van Oijen, P., (1997). Privatization, stock market development and political risk in emerging economies. Working paper, University of Amsterdam.
66. Potter, G. (1992). Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns, *Journal Accounting Research*, Spring: 146-155.
67. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-65.
68. Rajan, R., and A. Winton, 1995, Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, *The Journal of Finance* 50, 1113–1146.
69. Ross, S, A., Westerfield, R., w. & Jaff, J. F. (1991). *Corporate Finance*, Irwin. Inc, Second Edition.

70. Shleifer, A. and R. Vishny (1997). A survey of Corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.
71. Smith, M. P., 1996, Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, *The Journal of Finance* 51, 227–252.
72. Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51: 141-151.
73. Stoll, H. (2000). Friction. *Journal of Finance*, 55(4): 1479-1514.
74. Stulz, R., 2001, Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective, in A. Demirgüç-Kunt and R. Levine (editors), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*, The MIT Press.
75. Tinic, S. (1972). The economics of liquidity services. *Quarterly Journal of Economics*, 86(1): 79-93.
76. Wang, C.-W., W.-C. Chiu, and J. I. Peña, 2017, Effect of Rollover Risk on Default Risk: Evidence from Bank Financing, *International Review of Financial Analysis* 54, 130–143.
77. Wang, C.-W., W.-C. Chiu, and T.-H. D. King, 2020, Debt Maturity and the Cost of Bank Loans, *Journal of Banking & Finance* 112, 105235.
78. Wyss, R.V. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. Universität St. Gallen, Ph.D. dissertation.