



بررسی تأثیر ساختار سرمایه و استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مصیب جمشیدی شیخی آبادی

چکیده

مفاهیم مالی و اصول نظری مدیریت استراتژیک بیانگر این موضوع هستند که شرکتها قبل از اتخاذ تصمیم در مورد سرمایه‌گذاری‌های خود باید منابع مالی خود را بررسی کرده، وجوه خود را به نحوی تخصیص دهند که ضمن گردش عملیات شرکت در کوتاه مدت، موفقیت بلندمدت خود را نیز در نظر گرفته باشند. هدف اصلی این پژوهش ارائه راهکارهایی جهت توسعه ساختار سرمایه شرکتها و نقدشوندگی آنها از طریق تأثیر ساختار سرمایه و استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. این پژوهش در زمره پژوهش‌های تحلیلی از نوع همبستگی محسوب می‌شود، که از حیث هدف کاربردی می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌های از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۶ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. که تعداد ۱۲۰ شرکت طبق روش هدفمند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند. همچنین برای آزمون فرضیات پژوهش از آزمونهای رگرسیون با استفاده از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج نشان داد. استراتژی شرکتها بر ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد. و همچنین استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.

کلمات کلیدی: استراتژی شرکتها، ساختار سرمایه، نقدشوندگی سهام



مقدمه

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشوری به سرمایه گذاری و برنامه ریزی بستگی دارد. هدایت صحیح جریان های نقدی به سمت سرمایه گذاری مناسب باعث رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، ایجاد اشتغال، افزایش درآمد سرانه و نهایتاً رفاه عمومی خواهد شد. بدون شک، عمده ترین اقدام در جهت تشویق مردم به سرمایه گذاری یا خرید سهام شرکتها، بهبود ساختار سرمایه و افزایش نقدشوندگی سهام شرکتهاست. در این میان، عوامل مختلفی وجود دارند که می توانند بر ساختار سرمایه شرکتها تاثیر داشته باشند (زوک، سی، و راجرز، ۲۰۱۴).

مفاهیم مالی و اصول نظری مدیریت استراتژیک بیانگر این موضوع هستند که شرکتها قبل از اتخاذ تصمیم در مورد سرمایه گذاری های خود باید منابع مالی خود را بررسی کرده، وجوه خود را به نحوی تخصیص دهند که ضمن گردش عملیات شرکت در کوتاه مدت، موفقیت بلندمدت خود را نیز در نظر گرفته باشند. در این راستا، بررسی همه جانبه و کلی عوامل اثرگذار بر ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام ضروری به نظر می رسد. برخی از این عوامل ناشی از محیط شرکت هستند. که در سطوح کلان، صنعت و خود شرکت می توانند بر نقدشوندگی و سودآوری شرکت موثر واقع شوند. عامل دیگر، سیاست های (استراتژی های) تدوین شده مدیریت عالی است که بر نقدشوندگی و سودآوری شرکت موثر است. علاوه بر آن ساختار سرمایه نیز از طریق هزینه سرمایه و ریسک ناشی از وام گیری می تواند بر استراتژی شرکت تاثیرگذار باشد (چاتوت و همکاران، ۲۰۱۷).

در این پژوهش، با توجه به اهمیت موضوع مطرح شده، تلاش گردیده تا با استفاده از داده های مربوط به استراتژی شرکت ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در سال های گذشته به تصریح رابطه این چند متغیر در ایران پرداخته شود. هدف این است که نخست تشخیص دهد که آیا استراتژی شرکت بر ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تاثیری دارد.

پیشینه پژوهش

افضلنیا (۱۳۹۸). در پژوهشی به بررسی تأثیر نقد شونددگی سهام بر مدیریت سود شرکت های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی تحقیق بیانگر این است که نقد شونددگی سهام بر مدیریت سود شرکت های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

تاریوردی و خانلاری (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معکوس و معناداری دارد. برزگر و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به تأثیر استراتژیهای تجاری بر افشای فعالیتهای تحقیق و توسعه شرکتها پرداختند. یافته های پژوهش نشان داد استراتژی شرکت بر افشای فعالیتهای تحقیق و توسعه شرکتها تاثیر معناداری دارد. همچنین نشان دادند؛ استراتژی رهبری بر افشای فعالیتهای تحقیق و توسعه شرکتها تاثیر منفی و معناداری دارد.



7Th International Conference on Management, Accounting and Economic Development

September 20, 2021

روشن پژوه و اوحدی (۱۳۹۸) در پژوهشی به رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده دلالت بر عدم تأثیر معنادار چرخه تجاری بر ساختار سرمایه و تأثیر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت در چرخه های مختلف تجاری است.

لین و وو (۲۰۲۰) رابطه بین زمانبندی ارایه فصلی سهام و نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج آنها نشان می دهد درنوبد نقدشوندگی، ریسک بازار دقیقاً قبل از ارایه فصلی سهام کاهش میابد. نتایج آنها بر این دلالت دارد که بتای نقدشوندگی شرکت های انتشار دهنده سهام منجر به کاهش هزینه سرمایه آنها میشود.

هو و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر نقدینگی سهام بر روی نگهداشتم وجه نقد در شرکت های آمریکایی پرداختند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که شرکت هایی با نقدینگی بالای سهام، وجه نقد کمتری را نگهداری می کنند به عبارت دیگر با افزایش نقدینگی سهام نگهداشت وجه نقد کاهش می یابد. این تأثیر بوسیله چندین ویژگی شرکت، صنعت و سال کنترل گردید.

اندیهایا و بارو (۲۰۱۸) در پژوهشی به عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه و عملکرد شرکتها پرداختند. آنها نشان دادند چرخه تجاری که مبتنی بر اقتصاد کالن است میتواند تصمیمات تأمین مالی شرکتها و عملکرد آنها را تحت تأثیر قرار دهد. به منظور بررسی روابط آنها از یک مدل پویای دو مرحلهای GMM استفاده کردند. در نهایت نشان دادند که ساختار سرمایه مناسب از عوامل مهم تأثیرگذار بر عملکرد شرکت است.

فرضیه های پژوهش

- ۱- استراتژی شرکتها بر ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد.
- ۲- استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در این تحقیق هدف، تعیین میزان رابطه متغیرهاست. برای این منظور بر حسب مقیاس های اندازه گیری متغیرها، شاخص های مناسبی اختیار می شود.

در ابتدا داده های مورد نظر از نرم افزار ره آورد نوین استخراج می شود و سپس متناسب با مدل تحقیق محاسبات انجام می شوند. بعد از این مرحله آمارهای توصیفی همچون میانگین، نما، میانه، چولگی، کشیدگی، انحراف معیار و دامنه تغییرات را در نرم افزار اکسل محاسبه و تفسیر میکنیم. بعد از این مرحله مفروضات رگرسیون در نرم افزار Eviwes بررسی می شوند.



جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. علت انتخاب این شرکتها به عنوان جامعه آماری در دسترس بودن و شفاف بودن به صورت‌های مالی حسابرسی شده آنها و همچنین دسترسی به داده‌های مربوط سهام شرکت‌ها در تاریخ‌های مختلف بوده است. که تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه آماری طبق روش نمونه‌گیری به صورت غربالگری انتخاب شده است.

نحوه اندازه‌گیری متغیرها

متغیر مستقل

استراتژی شرکت

در این تحقیق برای اندازه‌گیری استراتژی شرکت، از معیار پتانسیل و توانایی رشد شرکت استفاده می‌شود.

پتانسیل و توانایی رشد شرکت = ارزش بازار دارایی‌های شرکت ÷ ارزش دفتری دارایی‌ها

ارزش بازار دارایی‌های شرکت = ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت + ارزش دفتری بدهی‌ها

متغیرهای وابسته

۱. نقدشوندگی سهام

این مدل توسط چیانگ و وینکاتش در سال ۱۹۸۶ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت. پس از وی نیز افراد دیگری در تحقیقات خود از این مدل بهره گرفتند. مدل یادشده به شرح زیر است:

$$SPREAD_{it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} \times 100$$

که در آن:

t = دوره زمانی مورد بررسی

i = نمونه مورد بررسی

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

۲. ساختار سرمایه

در این پژوهش برای محاسبه نسبت بدهی از تحقیق کامینگ و جوهان (۲۰۱۱)، پیروی کرده و نسبت بدهی را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد: کامینگ و جوهان (۲۰۱۱)،



$$\text{نسبت بدهی} = \frac{\text{جمع کل بدهی ها}}{\text{جمع کل دارایی ها}}$$

یافته های پژوهش الف) آمار توصیفی

جدول (۴-۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	میان	کوچکترین	بزرگترین
	د	ن	ف	میان	ن	ن
استراتژی شرکت	۴۸۰	۰/۲۵۳	۰/۱۸۲	۰/۱۵۳	۰/۲۱۱	۰/۴۱۲
ساختار سرمایه	۴۸۰	۰/۴۲۳۲	۰	۰	۰/۳۲۵۶	۰/۶۵۲۴
نقدشوندگی سهام	۴۸۰	۰/۵۲۳۱	۰	۰	۰/۴۵۲۱	۰/۶۵۲۳

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نقدشوندگی سهام برابر با ۰.۵۲۳ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای تحقیق استراتژی شرکت دارای کمترین و نقدشوندگی سهام بیشترین میزان پراکندگی را دارا می باشند.

ب) آمار استنباطی *فرضیه اول:

استراتژی شرکتها بر ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.



جدول ۴-۱۲ نتایج مربوط به آزمون رگرسیون فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معناداری
عرض از مبدا	۳/۴۳۳۹۰۵	۰/۴۳۲۸۷۲	۷/۹۳۲۸۴۸	۰/۰۰۰۰
استراتژی شرکتها	۰/۲۱۱۰۵۶	۰/۰۶۹۶۱۴	۳/۰۳۱۸۱۸	۰/۰۰۲۱

آماره F فیشر = ۲۸/۲۸۶۰۵ P-Value = ۰/۰۰۰۰
 دوربین واتسون = ۲/۰۲
 ضریب تعیین: ۰/۹۱۵

ضریب تعیین: معیاری است که قدرت رابطه میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل را تشریح می‌کند. مقدار این ضریب در واقع مشخص‌کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این مدل، ضریب تعیین برابر ۰.۹۱ است، یعنی ۹۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

دوربین واتسون: همچنین آماره دوربین واتسون ۲/۰۲ می‌باشد، که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، که نشان دهنده عدم همبستگی بین جملات خطا می‌باشد.

آماره t: همان‌طور که در جدول ۴-۱۲ مشاهده می‌شود، استراتژی شرکتها کوچک‌تر از صفر است و آماره t و احتمال آماره t برای این ضریب به ترتیب ۳/۰۳۱۸۱۸ و ۰.۰۰۲۱ است. پس فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش می‌شود. یعنی استراتژی شرکتها بر ساختار سرمایه تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

آزمون F: در یک معادله رگرسیون تک متغیره، چنان‌چه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این‌رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول ۴-۱۲ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و احتمال مربوط به این آماره، به ترتیب برابر با ۲۸/۲۸۶۰۵ و ۰.۰۰۰۰ است که بیانگر



این است که فرض صفر آماری که همان بی معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است.

*فرضیه دوم:

استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارد

جدول ۴-۱۳ نتایج مربوط به آزمون رگرسیون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معناداری
عرض از مبدا	۳/۱۹۲۰۱۸	۰/۳۸۸۰۸۶	۸/۲۲۵۰۳۲	۰/۰۰۰۰
استراتژی شرکتها	۰/۱۸۹۷۰۷	۰/۰۳۸۶۵۷	۴/۹۰۷۳۸۲	۰/۰۰۰۰

P-Value = ۰/۰۰۰۰ آماره F = ۲۹/۱۵۱۹۹
 دورین واتسون = ۱/۷۵
 ضریب تعیین: ۰/۹۰۹

ضریب تعیین: معیاری است که قدرت رابطه میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل را تشریح می کند. مقدار این ضریب در واقع مشخص کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. در این مدل، ضریب تعیین برابر ۰.۹۰ است، یعنی ۹۰٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

دورین واتسون: همچنین آماره دورین واتسون ۱/۷۵ می باشد، که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، که نشان دهنده عدم همبستگی بین جملات خطا می باشد.

آماره t: همان طور که در جدول ۴-۱۳ مشاهده می شود، استراتژی شرکتها کوچکتر از صفر است و آماره t و احتمال آماره t برای این ضریب به ترتیب ۴/۹۰۷۳۸۲ و ۰.۰۰۰۰ است. پس فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش می شود. یعنی استراتژی شرکتها بر نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری دارد



آزمون F: در یک معادله رگرسیون تک متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول ۴-۱۳ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و احتمال مربوط به این آماره، به ترتیب برابر با $29/15199$ و 0.0000 است که بیانگر این است که فرض صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است.

نتیجه گیری و بحث

همان‌طور که مطرح گردید برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش پانلی استفاده شده است. در این پژوهش متغیرها غیر همگن بودند و طبق آزمون جارکو برا خطای همه مدلها نرمال بودند. برای تخمین فرضیات آزمون چاو و برای انتخاب نوع عرض از مبدا از آزمون هاسمن استفاده گردید و تمام فرضیات بر اساس آماره آزمون اثرات ثابت تخمین زده شدند. از طرف دیگر میزان خطا (Prob.) آزمون t برای استراتژی شرکت از ۵ درصد کمتر است لذا این متغیر توانسته بر متغیر وابسته که ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام است تاثیر داشته باشد در نتیجه می توان گفت استراتژی شرکت بر ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تاثیر مستقیم و معنی داری وجود داشت. با توجه به تاثیر مثبت و معنادار استراتژی شرکت بر ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، می توان این گونه استنباط کرد که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ هر وقت ترجیح داده اند که استراتژی شرکت بیشتر یا کمتر شود، میزان ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در این شرکت ها طی این دوره ۴ ساله افزایش پیدا کرده و بالعکس. بنابراین با توجه به نتایج به سرمایه گذاران توصیه می شود، در تصمیم گیری های خود، فقط به معیارهای داخلی هر شرکت اکتفا نکنند و تاثیر متغیرهای مانند استراتژی شرکت و ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام را بر ارزش شرکت ها، مورد توجه قرار دهند. مدیران شرکتهای نیر باید تاثیر عوامل اقتصادی بر فروش، سود، قیمت و بازده سهام را در تصمیمگیری های خود مد نظر قرار دهند.



منابع

- تارپوردی، ناصر، خانلاری، مرتضی (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۲، شماره ۲۲، ص. ۱۱۴-۱۲۷
- افضلنیا، سیدحسن (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نقد شونددگی سهام بر مدیریت سود شرکت های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۲، شماره ۷، ص. ۸۲-۹۴
- بزگر، قدرت الله، فولادی، فاطمه، یعقوبی، سوسن، پویافر، ندا (۱۳۹۸). تاثیر استراتژیهای تجاری بر افزایش فعالیتهای تحقیق و توسعه شرکتها، پژوهشنامه ی مدیریت اجرایی، سال دهم، شماره ۱۱، ص. ۱۲۲-۱۴۵
- روشن پژوه، اکرم، اوحدی، فریدون (۱۳۹۸) رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم، ص. ۹۷-۱۰۹

- Hu et al. (2019) in a study examining the impact of stock liquidity on cash holdings in American companies. *Contemporary Accounting Research*, 31(1):253-283.
- Lin, H., Wang, J., & Wu. C. (2020). Liquidity risk and expected corporate bond returns. *Journal of Financial Economics*. 99: 628-650.
- Bandyopadhyay, A., and Barua, N. M.(2018). Factors Determining Capital Structure and Corporate Performance in India: Studying the Business Cycle Effects, *Quarterly Review of Economics and Finance*. * -Baum, C.F., Caglayan, M. & Rashid, A. (2016). Capital structure adjustments: Do macroeconomic and business risks matter?. *Empirical Economics*, Article not assigned to an issue – Online first article.
- Zook, C., & Rogers, P.(2014). In Pursuit of Growth. *European Business Journal*, vol 9, pp 83-85.
- Chathoth, K. Prakash & Michael D. Olsen. (2017). The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy, and Capital Structure on Firm Performance. *Journal of Hospitality Management*, Vol. 26, pp.502-516