

## بررسی نقش تعدیل گر بحران مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن چلداوی\*<sup>۱</sup>

### چکیده

هدف از انجام این تحقیق بررسی نقش تعدیل گر بحران مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. این پژوهش از منظر فرآیند اجرا پژوهش کمی، از منظر نتیجه ای اجرای آن، یک پژوهش کاربردی، و از نوع همبستگی، بود. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می باشد. که با اعمال محدودیت هایی حجم نمونه تعیین شد. بعد از تجزیه و تحلیل داده های آماری نتایج نشان داد بحران مالی بر نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به میزان بتای ۰/۸۲ تاثیر گذار است. همچنین نتایج نشان داد. بحران مالی بر رابطه میان مالکیت دولتی و نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است. نتایج آزمون رگرسیون نشان داد متغیرهای کنترلی نیز بر تاثیر متغیر مستقل بر وابسته معنادار می باشند.

**واژه های کلیدی:** بحران مالی، مالکیت دولتی، نقدشوندگی سهام.

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس /

H.bito1997@gmail.com

## مقدمه

نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص درست منابع دارد (بویکری، چن، قدامی، گول، سادوک<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). برخی از عوامل مربوط به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله شده در هر روز، تعداد شرکت‌های معامله شده در هر روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، تعداد روزهای معاملاتی، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید است، در واقع، نقدشوندگی شرکت در ادبیات مالی به دو مفهوم است؛ نقدشوندگی دارایی‌های واقعی آن و نقدشوندگی سهام آن یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود (روشن، ۱۴۰۰). از مهم‌ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند. سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جلدانشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می‌شود که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (دونادلی و پراسپری<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴).

بنابراین از عواملی که بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد، مالکیت دولتی است. شواهدی دال بر این وجود دارد که در مورد شرکت‌هایی با مالکیت دولتی به دلیل منطق نادرست انتخاب مدیران شایسته، ضعف دانش مالی و پنهان‌کاری در حساب‌ها توسط مدیران و نیز عدم ایفای مسئولیت پاسخگویی باعث می‌گردد تا سیستم حسابداری بدرستی به اجرا در نیامده و نتواند به اهداف مشخص شده‌اش که مهمترین آنها ارائه صادقانه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان است، دست پیدا کند (اله بخشی، پیری و حیدری، ۱۳۹۸). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود. در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. این در حالی است، که رشد سال‌های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری‌های مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های به‌بازار باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به‌عنوان عوامل سیاسی در فعالیت‌ها و عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت‌های شرکت از جهت قیمت‌گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است. شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های باارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند.

<sup>2</sup> Boubakri, Chen, Guedhami, El Ghouli, Sadok.

<sup>3</sup> Donadelli & Prosperi

از آنجا که، مدیران با عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می‌کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی شمرده می‌شوند و دارای اهمیت می‌باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ چشم‌گیری برخوردارند و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند.

بنابراین، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از طریق بهبود نقدشوندگی سهام و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می‌کند و از سوی دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه‌مدت ترغیب می‌کند. همچنین اگر ارتباطات دولتی به‌عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت و نقدشوندگی سهام خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیر گذار است (چان، دیکو، سایفی، ژیشانگ و هانگ، ۲۰۱۴).

افزون بر این از دیگر عواملی که بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد، بحران مالی است و همچنین از عواملی که بر بحران مالی تأثیر دارد، مالکیت دولتی است. هنگامی که کاهش قدرت سودآوری شرکتی، احتمال ناتوانی پرداخت اصل بدهی و هزینه‌های مالی اهمیت آن را افزایش می‌دهد؛ آن شرکت به بحران مالی و درماندگی مالی دچار شده است. به جز موارد ورشکستگی ناشی از وقوع رویدادهای ناگهانی و غیر منتظره مانند حوادث طبیعی، بحران مالی بر ورشکستگی مقدم است. اگرچه درماندگی یا بحران مالی و ورشکستگی رابطه تنگاتنگی دارند، اما با یکدیگر متفاوتند. درماندگی مالی وضعیتی است که شرکت برای کسب منابع مالی کافی برای ادامه عملیاتش ناتوان است و در انجام امور خود دچار زحمت می‌شود (عسکری، ۱۴۰۱). بحران مالی وضعیتی است که شرکت برای کسب منابع مالی کافی برای ادامه عملیاتش ناتوان است و در انجام امور خود دچار زحمت می‌شود. در این وضعیت شرکت برای مواجه شدن با تعهدات خود در سررسید ناتوان است؛ همچنین شرکت در تولید وجه نقد کافی برای رفع نیازهایش همچون پرداخت‌ها به وام‌دهندگان توانایی کافی ندارد.

### مالکیت دولتی

از نظر حقوقی، مال، به هر چه قابل تملک و مبادله باشد گفته می‌شود که در یک تقسیم‌بندی کلی به اموال منقول (قابل جابجایی بدون آسیب دیدن) و اموال غیر منقول (که بارزترین وجه آن زمین و ساختمان است) تقسیم می‌گردد. تفاوت‌هایی در وضعیت حقوقی هر یک از این دو در قوانین ایران وجود دارد (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۱). دکتر جعفری لنگرودی هر آنچه را که دارای عناصر و اوصاف ذیل باشد مال دانسته‌اند که عناصر مورد اشاره عبارتند از: «نخست؛ مال باید قابل اختصاص دادن به شخص باشد. دوم؛ در صورت اختصاص به شخص، قابل نقل و انتقال باشد. سوم؛ دارای نفع باشد. چهارم؛ نفع عقلایی داشته باشد. پنجم؛ ارزش ذاتی داشته باشد نه آنکه حاکی از ارزش باشد.» مالکیت چه در فرهنگ لغت‌های عمومی معنای «حیازت و تحت سیطره خود درآوردن و در تصرف خویش درآوردن» و در واقع، استیلا بر مال است و به همین روی، در تعریف «غصب» گفته شد «استیلا بر مال غیر (علاوه

حلی، (۱۳۷۳)، «مالکیت» در اصطلاح، عبارت است از: «نسبت میان مالک و مملوک»، «سلطه مالک بر مملوک یا علقه خاصی که منشأ سلطنت مذکور است (یزدی، بی تا)» و به تعبیر دیگر، اعتبار احاطه مالک بر مملوک، در ترمینولوژی حقوق به «حق» تعبیر شده است. فرهنگ لغت دکتر محمد معین مالکیت را حقی می‌داند که انسان نسبت به شی دارد و بر اساس آن می‌تواند هرگونه تصرفی که قانون استثنا نکرده است در آن شی بنماید (کاتوزیان، ۱۳۸۲). دکتر لنگرودی نیز در جلد چهارم کتاب مبسوط مالکیت را حق استعمال و تصرفات به هر صورت از سوی مالک در ملک و مال خود به مواردی که در قانون استثنا شده باشد می‌داند.

### نقدشوندگی سهام

تعریف مفهوم نقدشوندگی و اندازه‌گیری آن آسان نیست. زیرا تعریف واحد و توافق شده‌ای برای آن ارایه نشده است. به طور ساده، نقدشوندگی به معنی امکان تبدیل یک دارایی به دارایی دیگر در بازه زمانی کوتاه و بدون ایجاد ضرر ناشی از تغییرات قیمت است. چیانگ و ژنگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) بازار نقد را جایی می‌دانند که در آن، امکان اجرای حجم بالایی از معاملات بدون ایجاد تاثیر معنی‌دار در قیمت، برای مشارکت کنندگان وجود دارد (چیانگ و ژنگ، ۲۰۱۵). نقدشوندگی دارایی<sup>۶</sup>، در علم اقتصاد یا سرمایه‌گذاری به توانایی تبدیل به وجه نقد نمودن یک دارایی اطلاق می‌شود (سجادی، ۱۴۰۲) دارایی که از قدرت نقدینگی بالایی برخوردار است، یعنی به آسانی می‌توان آن را در بازار فعال، معامله کرد و بر اساس قیمت‌های رایج، آن را به پول نقد تبدیل نمود. ریسک نقدشوندگی، در علوم مالی ریسک نقدشوندگی را نمی‌توان همانند ریسک مالی یا ریسک تجاری محاسبه کرد. اصولاً سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی را از این دیدگاه مورد توجه قرار می‌دهند، که بتوانند یک دارایی را سریعاً بخرند یا بفروشند، بدون آن که قیمت آن دستخوش تغییرات شدید شود و از همین دیدگاه است که می‌گویند دارایی مذکور دارای قدرت نقدشوندگی بالایی است. هر قدر خرید و فروش یک دارایی سریع‌تر انجام شود، ریسک نقدشوندگی کمتر می‌شود (شریفی، ۱۴۰۰).

اوراق و اسناد خزانه در ایالات متحده آمریکا، به ویژه اوراق خزانه ۳۰ تا ۹۰ روزه، ریسک نقدشوندگی ندارند. زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند به سرعت و بدون کاهش قیمت این اوراق را بخرند یا بفروشند. نقطه مخالف این وضعیت، وقتی است که یک نفر بخواهد در سهام شرکت‌های کوچک سرمایه‌گذاری کند، که برای خرید یا فروش آن‌ها باید چند روز یا چند هفته منتظر بماند و در مواردی هم باید قیمت پیشنهادی فروش را کمتر کند. نقدشوندگی به این موضوع اشاره دارد که با چه سرعتی می‌توان یک دارایی یا سهام را به قیمت واقعی در بازار فروخت. هر قدر میزان معاملات یک سهم در بازار بیشتر باشد و خریداران و فروشندگان بیشتری آن سهم را معامله کنند، نقدشوندگی آن بیشتر است. به عبارت دیگر اگر بتوان یک دارایی را با سرعت بالایی و بدون دردسر به وجه نقد تبدیل کرد، نقدشوندگی آن دارایی و قابلیت عرضه و فروش آن در بازار بیشتر است. باید توجه داشت که هیچ فرمول به خصوصی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی وجود ندارد. با این حال سرمایه‌گذاران معمولاً از نسبت‌های نقدشوندگی برای مقایسه نقدشوندگی دو سهم استفاده می‌کنند. از طرفی، ارزش خالص دارایی‌ها یا یک شرکت سرمایه‌گذاری با ویژگی‌های یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، حاصل تفاوت کل دارایی‌ها منهای کل بدهی‌های آن است. در ارزشیابی

<sup>5</sup> Chiang and Zheng

<sup>6</sup> Liquid asset

شرکت‌ها<sup>۷</sup>، را از طریق تفاوت ارزش دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها محاسبه می‌کنند و در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، را از طریق کسر بدهی صندوق از ارزش روز کل پرتفوی به دست می‌آورند. توجه تحلیل‌گران مالی غالباً به محاسبه نوع دوم است زیرا از این طریق سهام شرکت مربوطه قیمت‌گذاری می‌گردد.

### ارتباط نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از دغدغه‌های کسانی است که اقدام به معامله سهام می‌کنند یا زیرساخت‌های معاملاتی را مدیریت می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین شاخص‌ها در بررسی وضعیت بازار، قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن است. بالا بودن میزان نقدشوندگی در یک بورس نشان دهنده موفقیت آن بازار در شفاف‌سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنها است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که از آغاز به کار آن‌ها در بازار سرمایه کشور، بیش از ۲ سال نمی‌گذرد، دارای ویژگی‌های منحصر به فردی هستند که پس از تصویب قانون مالیاتی مربوطه، تبعاً بخش عمده‌ای از بازار اوراق بهادار را به خود نسبت خواهند داد. این صندوق‌ها ابزاری بسیار ساده و امن برای سرمایه‌گذاری فردی است (سعیدی و دادار، ۱۳۸۹).

از مهم‌ترین ویژگی‌های آن‌ها این است که دارندگان واحد سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در پایان هر روز می‌توانند به مدیر صندوق مراجعه و واحد سرمایه‌گذاری را ابطال و وجه نقد خود را دریافت کنند. این ویژگی باعث می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری خود به نقدشوندگی سهام در کنار ریسک و بازده آن توجه خاصی داشته باشند. بنابراین صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دنبال شاخصی برای پیش‌بینی نقدشوندگی سهام به این منظور هستند. بانک‌ها معمولاً به کارگزاران خط اعتباری داده و کارگزاران به پشتوانه آن، به مشتریان خود اعتبار خرید سهام می‌دهند. بانک‌ها سهام خریداری شده را به وثیقه نگهداری می‌کنند و مشتری بر اساس نوسانات قیمت سهام وثیقه، باید حساب خود را به روز کند. در صورت عدم به روز رسانی حساب وثیقه سرمایه‌گذار نزد بانک، بانک سهام وثیقه را به فروش می‌رساند. به این منظور بانک‌ها معمولاً لیستی از سهام را اعلام می‌کنند که حاضرند برای خرید آن اعتبار دهند. بنابراین بانک‌ها به دنبال شاخصی برای پیش‌بینی نقدشوندگی سهام به این منظور هستند. سهام دارای قابلیت نقدشوندگی بالا، طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری دارد، زیرا سرعت تبدیل به نقد آن بالا است. بنابراین سرمایه‌گذاران به دلیل داشتن ماهیت ریسک‌گریزی سعی در انتخاب سهامی دارند که قابلیت نقدشوندگی بالایی داشته باشد تا در مواقع لزوم، فروش سهم را با سرعت بالا و در زمان کم و با کمترین تغییر قیمت انجام دهند (باقری، ۱۳۸۶). در این صورت پیش‌بینی میزان نقدشوندگی یک سهم با استفاده از اطلاعات مربوط به میزان نقدشوندگی ماه‌های قبل آن بسیار مفید خواهد بود. مسأله نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران که به دلیل فقدان ساز و کارهای فراهم آورنده نقدشوندگی، در ردیف بورس‌های غیر نقد جهان قرار می‌گیرد، یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران است (هووی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳).

<sup>7</sup> Nav

<sup>8</sup> Hoi

## بحران مالی

بحران مالی وضعیتی است که شرکت برای کسب منابع مالی کافی برای ادامه عملیاتش ناتوان است و در انجام امور خود دچار زحمت می‌شود. در این وضعیت شرکت برای مواجه شدن با تعهدات خود در سررسید ناتوان است؛ همچنین شرکت در تولید وجه نقد کافی برای رفع نیازهایش همچون پرداخت‌ها به وام‌دهندگان توانایی کافی ندارد (ابراهیمی، بهرامی نسب و کریمی، ۱۳۹۸). ورشکستگی شرکت‌ها یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دولت‌هاست، به گونه‌ای که چنانچه بتوان شرکت‌هایی که در معرض خطر ورشکستگی قرار دارند را به موقع شناسایی کرد، می‌توان از زیان احتمالی ذینفعان تا حد زیادی پیشگیری کرد. مسئله درماندگی مالی و شکست شرکت‌ها همواره مشکلی بغرنج و درخور تامل برای بنگاه‌های اقتصادی بوده است. به دلیل اهمیت این موضوع اندیشمندان حسابداری و مالی در سراسر دنیا به فکر یافتن روش‌هایی جهت پیش‌بینی درماندگی مالی شرکت‌ها هستند. وضع نامطلوب مالی شرکت باعث زیان برای اقشار مختلف جامعه و به خصوص سرمایه‌گذاران می‌گردد. ارائه تعریفی دقیق از گروه‌های درگیر مسئله درماندگی مالی بسیار مشکل است. اما می‌توان مدعی شد که مدیریت، سرمایه‌گذاران، بستانکاران و نهادهای قانونی پیش از سایرین تحت تاثیر پدیده درماندگی مالی قرار می‌گیرند. لذا، امروزه پیش‌بینی درماندگی مالی از اهمیتی بسیار زیاد برخوردار است، به این منظور پیش‌بینی وضعیت مالی شرکت‌ها راهنمای مفیدی برای سرمایه‌گذاران در خصوص اتخاذ تصمیمات بعدی خواهد بود. سرمایه‌گذاران با پیش‌بینی درماندگی مالی نه تنها از خطر از بین رفتن سرمایه خود جلوگیری بلکه از آن به عنوان ابزاری برای کاهش خطر سبب سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند. مدیران واحد تجاری نیز در صورت اطلاع به موقع از خطر ورشکستگی می‌توانند اقدامات پیشگیرانه‌ای برای جلوگیری از ورشکستگی اتخاذ کنند. از آنجایی که ورشکستگی هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی سنگینی را بر جامعه تحمیل می‌کند، از دیدگاه کلان نیز مورد توجه و اهمیت قرار می‌گیرد.

## دلایل منجر به درماندگی مالی

شرکت‌هایی درمانده هستند که یکی از رویدادهای زیر در مورد آن‌ها رخ داده باشد:

- ۱- بیشتر بودن هزینه بهره از سود پیش از مالیات، هزینه‌های مالی و استهلاک.
- ۲- اعلام تجدید ساختار بدهی به علت ناتوانی در تعهدات مربوط به آن.
- ۳- قصور در پرداخت بدهی.
- ۴- ورشکستگی شرکت (عارف منش، قدیران آرنی و قدیران آرنی، ۱۳۹۹).

## درماندگی مالی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد

در ادبیات مالی، واژه‌های مختلفی در حوزه درماندگی مالی وجود دارند که برخی از آنها شامل درماندگی مالی، شکست، درماندگی مالی، و ورشکستگی می‌باشند. شرکت در ابتدا دچار درماندگی مالی، سپس شکست و بعد از آن درماندگی مالی و در آخر نیز ورشکستگی می‌شود شرکت‌های دچار درماندگی مالی در انجام دادن تعهدات خود با ریسک همراه هستند. یکی از ویژگی‌هایی که شرکت‌های دارای درماندگی مالی با آن روبرو هستند این است که این شرکت‌ها با محدودیت مالی روبرو می‌شوند و در تامین اعتبارات مورد نیاز خود با مشکل مواجه می‌شوند. بین

درماندگی مالی و محدودیت مالی اشتراک‌هایی وجود دارد، مانند نسبت کیوتوین بالا. البته برخی ویژگی‌های این دو باعث تفاوت این دو مفهوم می‌شود. برخلاف شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی سر و کار دارند، شرکت‌های دارای درماندگی مالی دارای سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد پایین‌تر، اهرم مالی بالاتر و نرخ رشد فروش کمتر هستند. سرعت تعدیل وجه نقد نگهداری شده برای شرکت‌هایی که به گونه‌ای شدید با محدودیت‌های تامین مالی روبرو هستند، می‌تواند بر درماندگی مالی این شرکت‌ها تاثیر گذارد (مارتینز-سولا، گارسیا-تروئل و مارتینز-سولا،<sup>۹</sup> ۲۰۱۸).

از فواید نگهداشت وجه نقد، کاهش احتمالی وقوع درماندگی مالی است. بنابراین شرکت‌های دارای درماندگی مالی می‌توانند با افزایش سطح وجه نقد نگهداری شده خود، ریسک نکول قراردادها یا اوراق بهادار خود را کاهش دهند. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌های دارای درماندگی مالی، استراتژی مشخصی برای اجتناب از هزینه‌های آن اتخاذ کنند و برای چنین کاری باید سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به سطح هدف آن را افزایش دهند. با توجه به این گفته‌ها انتظار می‌رود درماندگی مالی تاثیر مثبتی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد داشته باشد، زیرا داشتن یک سطح هدف از نگهداشت وجه نقد می‌تواند درماندگی مالی را کاهش داده و نیز ریسک ورشکستگی را نیز کاهش دهد (کامیابی، حسن نتاج کردی و ابراهیمی ۱۳۹۸).

### ریسک شرکت و تأثیر آن بر درماندگی مالی

گسترش دامنه فعالیت واحدهای تجاری نیازهای مالی جدیدی را به وجود می‌آورد که از منابع درونی و بیرونی امکان تأمین دارد، از مسایل مهم و اثرگذار بر ریسک و بازده سهام، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه است. استفاده از اهرم مالی ممکن است باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت شود، ولی از طرفی ممکن است که موجب افزایش ریسک مالی و هزینه درماندگی گردد. وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها ایجادکننده ریسک مالی است زمانی که این ریسک با ریسک ورشکستگی مالی همراه باشد می‌تواند اثرات مختلفی بر بازده سهام ایجاد نماید (فروغی و مظاهری ۱۳۹۲).

اهرم مالی به عنوان عامل مشخص کننده توانایی مالی شرکت، معرفی شده است و اعتقاد بر این است که اهرم مالی، درجه ورشکستگی مالی را افزایش می‌دهد. مطالعات گوناگون انجام شده، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد شرکت را منفی ارزیابی نمودند که نشان می‌دهد اهرم مالی شرکت‌ها، ریسک آنها را افزایش می‌دهد. ریسک سیستماتیک یا بتا سهام یکی از معیارهای سنجش ریسک است. در دهه‌های اخیر نسبت به ثبات و اهمیت بتا به منزله معیار سنجش ریسک، انتقاد شدیدی شده است. این اختلاف نظر بین پژوهشگران درباره ریسک، در تجزیه و تحلیل ریسک ورشکستگی مالی نیز انعکاس یافت. ورشکستگی مالی باید به مثابه فرایند مستمر نامطلوب آزمون شود. در آغاز فرایند نکول شرکت، ریسک ورشکستگی مالی به طور یکنواخت است و در ادامه به صورت نمایی افزایش می‌یابد؛ در نتیجه به کاهش شدید ارزش منجر می‌شود.

<sup>9</sup> Martínez-Sola, C. , García-Teruel, P. J. , & Martínez-Solano, P.

## روش تحقیق

این پژوهش از منظر فرآیند اجرا (نوع داده‌ها) یک پژوهش کمی، از منظر نتیجه‌ی اجرای آن، یک پژوهش کاربردی، از منظر هدف اجرا، یک پژوهش همبستگی، از منظر منطق اجرا، یک پژوهش قیاسی و از منظر بُعد زمانی، یک پژوهش طولی است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای Eviews و Excel استفاده می‌شود. نمونه‌گیری با شرایط ذیل محدود شده است:

- شرکت‌ها تا قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۱ در بورس فعال باشند.

- سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد و طی دوره زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند (شرکت‌هایی که دارای پایان سال مالی به غیر از ۲۹ اسفند باشند، یکنواختی سال مالی و قابلیت مقایسه را مخدوش می‌کنند).

- جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، شرکت‌های لیزینگ، شرکت‌های بیمه) نباشند (به دلیل ماهیت خاص فعالیت آنها و ساختار گزارشگری متفاوت).

## اندازه‌گیری متغیرها

الف) نقدشوندگی سهام

برای محاسبه نقدشوندگی سهام در این پژوهش طبق رابطه زیر از دامنه قیمت خرید و فروش به عنوان معیاری برای نقدشوندگی سهام استفاده می‌گردد:

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

که در آن:

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت در دوره زمانی مشخص شده

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت در دوره زمانی مشخص شده

ب) بحران مالی

اگر شرکتی هر کدام از سه شرط زیر را داشته باشد، دارای بحران مالی محسوب می‌شود (اعتمادی و عبدلی، ۱۳۹۴):

۱- وجود زیان مالی در سه سال پیاپی (زیان عملیاتی، زیان خالص یا زیان انباشته) (جانتادج، ۲۰۰۶).

۲- کاهش بیشتر از ۴۰ درصد سود تقسیمی هر سال نسبت به سال قبل (جانتادج، ۲۰۰۶).

۳- مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت باشد (بر اثر زیان‌های وارده، حداقل نصف سرمایه شرکت از بین رفته‌باشد).

نهایتاً به شرکت‌هایی که بحران مالی دارند، مقدار یک و در غیر این صورت صفر داده می‌شود.

ج) مالکیت دولتی

این متغیر به صورت مجموع سهام در اختیار سهامداران دولتی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت محاسبه می‌گردد.

(ملکیان و همکاران، ۱۳۹۴).

د) متغیرهای کنترلی



اندازه شرکت

از طریق لگاریتم طبیعی کل ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$  محاسبه می شود.

اهرم مالی

از تقسیم کل بدهی ها به دارایی های شرکت  $i$  در زمان  $t$  محاسبه می شود.

### یافته ها

**فرضیه اول:** بحران مالی بر نقد شونگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار

است. جهت اندازه گیری فرضیه از مدل رگرسیون زیر استفاده می گردد:

$$\text{Spread}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Z + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن :

$\text{Spread}_{it}$  = نقدشوندگی سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$Z$  = شاخص کل التمن جهت اندازه گیری بحران مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\text{SIZE}_{it}$  = اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\text{LEV}_{it}$  = اهرم مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\varepsilon$  = خطای باقیمانده مدل

در ادامه به بررسی این مدل جهت تحلیل فرضیه اول به شرح زیر اقدام می گردد:

### آزمون ضریب همبستگی

#### نتایج ضریب همبستگی فرض اول

نقدشوندگی سهام	بحران مالی		
*.۶۳۸	۱.۰۰	ضریب همبستگی	
۰۰.	.	سطح معنادار	بحران مالی
۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	ضریب همبستگی
۱.۰۰۰	*.۶۳۸	ضریب همبستگی	اسپیرمن
.	.۰۰	سطح معنادار	نقدشوندگی سهام
۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

یافته های آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن در فرض اول نشان داد بحران مالی با نقد شونگی سهام در شرکت های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به میزان ۰/۶۳۸ رابطه معنادار دارد.

### نتایج آزمون ضریب رگرسیون فرض اول

سطح معنادار	آماره t	ضرایب استاندارد نشده		مدل
		ضرایب استاندارد شده بتا	انحراف استاندارد B	
.۰۰	۱۷.۶۲		۱۶.۰۴	نقد شوندگی سهام
.۰۰	۱۰.۶۸	.۰۸۲	۸.۴۳	بحران مالی
.۰۰	۸.۰۲	.۴۸	.۰۰	اندازه شرکت
.۰۰	۷.۵۹	.۴۵	.۰۰	اهرم مالی

از آنجایی که ضریب رگرسیون بزرگ می باشد، تغییرات متغیرها بر یکدیگر موثر و معنادار است و سطح معناداری آن از ۰.۰۵ کمتر می باشد. بنابراین فرض  $H_0$  (مقدار ضریب رگرسیونی صفر می باشد) را می توان رد کرد. در نتیجه بر اساس آزمون های انجام شده بحران مالی بر نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به میزان بتای ۰/۶۲ تاثیر گذار است. همچنین نتایج آزمون رگرسیون نشان داد متغیرهای کنترلی نیز بر تاثیر متغیر مستقل بر وابسته معنادار می باشند.

### فرضیه دوم: بحران مالی بر رابطه میان مالکیت دولتی و نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.

جهت اندازه گیری فرضیه از مدل رگرسیون زیر استفاده می گردد:

$$\text{Spread}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Z + \alpha_2 \text{GOV.OWN}_{it} + \alpha_3 \text{SIZE}_{it} + \alpha_4 \text{LEV}_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن :

$Z$  = شاخص کل التمن جهت اندازه گیری بحران مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\text{GOV.OWN}_{it}$  = مالکیت دولتی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\text{SIZE}_{it}$  = اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\text{LEV}_{it}$  = اهرم مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\epsilon$  = خطای باقیمانده مدل

در ادامه به بررسی این مدل جهت تحلیل فرضیه دوم به شرح زیر اقدام می گردد:

### آزمون ضریب همبستگی

#### نتایج ضریب همبستگی فرض دوم

مالکیت دولتی	نقدشوندگی سهام	بحران مالی		
.۵۸۲	.۶۳۸	۱.۰۰۰	ضریب همبستگی	
.۰۰۰	.۰۰۰	.	سطح معنادار	بحران مالی
۱۴۵	۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	ضریب همبستگی اسپیرمن
.۴۰۱	۱.۰۰۰	.۶۳۸	ضریب همبستگی	نقدشوندگی سهام
.۰۰۰	.	.۰۰۰	سطح معنادار	

۱۴۵	۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	مالکیت دولتی
۱.۰۰۰	.۴۰۱	.۵۸۲	ضریب همبستگی	
.	.۰۰۰	.۰۰۰	سطح معنادار	
۱۴۵	۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

یافته های آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن سه متغیره، در فرض دوم نشان داد بین همه متغیرها رابطه معناداری وجود دارد ( $P < 0/05$ ).

ضریب همبستگی بین مالکیت دولتی و نقد شوندگی سهام = ۰.۴۰۱

ضریب همبستگی بین بحران مالی و نقدشوندگی سهام = ۰.۶۳۸

ضریب همبستگی بین بحران مالی و مالکیت دولتی = ۰.۵۸۲

### نتایج آزمون ضریب رگرسیون فرض دوم

سطح معنادار	آماره t	ضرایب استاندارد نشده		مدل
		بتا	انحراف استاندارد B	
.۰۰	۱۶.۰۰		۱۲.۱۰	رابطه میان مالکیت دولتی و نقد شوندگی سهام
.۰۰	۱۰.۵۹	.۵۶	۳.۶۳	بحران مالی
.۰۰	۷.۴۰	.۳۴	.۰۴	اندازه شرکت
.۰۰	۵.۱۲	.۱۰	.۰۱	اهرم مالی

از آنجایی که ضریب رگرسیون بزرگ می باشد، تغییرات متغیرها بر یکدیگر موثر و معنادار است. نتایج ضرایب رگرسیون این متغیرها نشان می دهد، مقدار بتا در بحران مالی برابر با ۰.۵۶؛ مقدار t آن، مثبت و برابر با ۱۰.۵۹ و سطح معناداری آن از ۰.۰۵ کمتر می باشد. در نتیجه بر اساس آزمون های انجام شده فرضیه معنادار است.

**فرضیه سوم: مالکیت دولتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.**

جهت اندازه گیری فرضیه سوم از مدل رگرسیون زیر استفاده می گردد:

$$\text{Spread}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOV.OWN}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن :

$\text{Spread}_{it}$  = نقدشوندگی سهام شرکت i در زمان t.

$\text{GOV.OWN}_{it}$  = مالکیت دولتی شرکت i در زمان t.

$\text{SIZE}_{it}$  = اندازه شرکت i در زمان t.

$\text{LEV}_{it}$  = اهرم مالی شرکت i در زمان t.

$\epsilon$  = خطای باقیمانده مدل

آزمون ضریب همبستگی

## نتایج ضریب همبستگی فرض سوم

مالکیت دولتی	نقدشوندگی سهام		
۱.۰۰	*.۶۴۱	ضریب همبستگی	مالکیت دولتی
.	.۰۰	سطح معنادار	
۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	ضریب همبستگی اسپیرمن
*.۶۴۱	۱.۰۰۰	ضریب همبستگی	
.۰۰	.	سطح معنادار	نقدشوندگی سهام
۱۴۵	۱۴۵	تعداد شرکت	

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

یافته های آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن نشان داد مالکیت دولتی با نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به میزان ۰/۶۴۱ رابطه معنادار دارد.

## نتایج آزمون ضریب رگرسیون فرض سوم

سطح معنادار	آماره t	ضرایب استاندارد شده		مدل
		ضرایب استاندارد شده بتا	انحراف استاندارد B	
.۰۰	۱۸.۷۱		۲۸۰.۲۶	نقد شوندگی سهام
.۰۰	۸.۷۷	.۶۴	۷.۰۰	مالکیت دولتی
.۰۰	۶.۵۵	.۲۳	.۰۲	اندازه شرکت
.۰۰	۶.۵۲	.۱۴	.۰۰	اهرم مالی

از آنجایی که ضریب رگرسیون بزرگ می باشد، تغییرات متغیرها بر یکدیگر موثر و معنادار است و سطح معناداری آن از ۰.۰۵ کمتر می باشد. در نتیجه بر اساس آزمون های انجام شده مالکیت دولتی بر نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به میزان بتای ۰/۶۴ تاثیر گذار است.

## نتایج

نتایج نشان داد بحران مالی بر نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت منفی تاثیر گذار است. در بازارهای مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزار متنوعی برای سرمایه گذاری وجود دارد. یکی از مسائل اساسی در سرمایه گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی هاست. زیرا برخی سرمایه گذاران ممکن است نیاز فوری به منابع مالی خود داشته باشند. نقدشوندگی از ویژگی های مطلوب بازارهای رقابتی است و به صورت امکان انجام معاملات سریع با هزینه های اندک و بدون تاثیر گذاری شدید بر قیمت است و تعیین کننده اصلی امکان ادامه حیات بین سهام داران و بازارهاست. نقدشوندگی با مفاهیم پیچیده و چند بعدی خود، شامل مجموعه ای از ویژگی های معاملات انجام شده در بازار است. این ویژگی ها شامل هزینه های معاملات، توانایی بازار در جذب تعداد زیاد بر قیمت و سرعت برگشت به سمت تعادل بعد از یک معامله بزرگ است. یک بعد دیگر نقدشوندگی، به سرعت معامله بین خریدار و فروشنده اشاره دارد. از مهمترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار

سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اشاره کرد. نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان‌دهنده وجود رابطه این اختلاف و متغیرهایی مانند نوسان‌های بازده سهام و ارزش بازار شرکت است. از سوی دیگر در سامانه اقتصادی جهانی، بحث بحران‌ها و محدودیت‌های مالی از موضوع‌های مهم و اساسی پیش روی تمام شرکت‌ها می‌باشد. شرکت‌ها زمانی در محدودیت مالی و بدتر از آن در شرایط بحران مالی قرار می‌گیرند که بین هزینه‌های مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی را افزایش دهند. بحران مالی به دلیل وجود ارتباطات و روابط مالی به سایر متغیرهای مالی و بخش واقعی اقتصاد سرایت می‌نماید. بحران بازار سهام، تراز پرداخت‌ها، ورشکستگی بانک‌ها و شرکت‌های بیمه، تغییرات شدید نرخ ارز و کاهش ارزش پول رایج یک کشور، بحران‌های قابل‌مثال در این حوزه‌اند. بحران در بورس اوراق بهادار، حاصل تغییرات لجام‌گسیخته شاخص کل می‌باشد. یعنی دورانی که شاخص کل دارای نوسانات شدیدی بوده بیش از حد سقوط و صعود دارد و شاید کمتر قابل کنترل است. این امر پدیدآور بحران مالی است. نتایج نشان داد مالکیت دولتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. از موضوعات قابل توجه پژوهشگران در داخل و خارج از کشور مسأله مالکیت در شرکت‌ها و ترکیب سهامداران می‌باشد. ترکیب سهامداران می‌تواند نقشی اساسی در عملکرد شرکت داشته باشد. با توجه به مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. به طوری که شرکت‌های با سهامداران خرد در قالب سهامداران حقیقی، سهامداران برای نظارت بر عملکرد مدیران و چشم‌اندازهای آتی شرکت بر اطلاعات در دسترس عموم اتکا می‌کنند در حالی که بر خلاف آنها سهامداران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری اطلاعات بوده و به اطلاعات داخلی و با ارزش شرکت دسترسی دارند. به طور کلی عدم نقدشوندگی یک دارایی مانع از فروش به آن می‌شود. همچنین نقدشوندگی می‌تواند به عنوان یک از عوامل مؤثر بر بازده اوراق بهادار باشد. با بررسی بر روی روند قیمت‌ها در بازار سرمایه می‌توان متوجه این موضوع شد که قیمت سهام اکثر شرکت‌هایی که در مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار دارند در مقایسه با شرکت‌های دیگر پایین‌تر است. سهامداران نهادی به حاکمیت شرکتی به صورتی کاملاً متفاوت از سهامداران حقیقی می‌نگرند. زیرا آنها مالک‌های ارزشمندتری نسبت به اشخاص حقیقی داشته و انگیزه‌های لازم جهت توسعه، کنترل و نظارت بر سرمایه‌گذاران را با منظری کارشناسانه دارند، به همین دلیل باید نقش تأثیرگذارتری را در حاکمیت شرکتی نسبت به افراد جزء ایفا نمایند. طبق تئوری نمایندگی مالکان یا سهامداران که با هدف کسب حداکثر بازده در مقابل ریسک معقول در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند از طریق انتقال فرد یا افرادی به عنوان مدیر یا مدیران شرکت اهداف خود را دنبال می‌کنند. مالکان دولتی شرکت‌ها را برای پرداخت سود سهام بیشتر تحت فشار قرار می‌دهند. زیرا آنها معتقدند که افراد درون سازمانی ممکن است وجه نقد در اختیار شرکت را به هدر دهند، لذا آنها پرداخت سود سهام را به نگهداری وجه نقد ترجیح می‌دهند. در شرکت‌های سرمایه‌پذیر، ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام شان تأثیر به‌سزایی خواهد داشت. بر این اساس شرکت‌های سرمایه‌گذاری که بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر را خریداری نموده‌اند، بر نقدشوندگی و قیمت سهام آنها تأثیرگذار خواهند بود. این شرکت‌ها که به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت می‌کنند و دارای پرتوی متنوعی هستند، می‌توانند دارای مزیت عمده‌ای از شرکت‌های دیگر باشند.

نتایج این فرضیه نشان داد بحران مالی بر رابطه میان مالکیت دولتی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های آزمودنی به صورت منفی و معکوس تاثیر گذار است. از مهم‌ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه، نقدشوندگی سهام و از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند. سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدانشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از وضعیت نقدشوندگی سهام و ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

در بازار ایران به دلیل منابع محدود برای سرمایه‌گذاران و مدیران و عدم رونق اقتصادی برخی شرکت‌ها، آن‌ها را با مشکل در تأمین مالی مواجه می‌کند. به این ترتیب، شناسایی متغیرهای مؤثر در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کشف نوع محدودیت‌ها و همچنین شناسایی متغیرهایی برای حذف آثار بحران مالی، پیش از پیش احساس می‌شود. در چنین شرایطی، رشد اقتصادی در مقایسه با دیگر اقتصادهای توسعه یافته در درجه پایین تری است و معمولاً کمبود منابع برای توسعه پروژه‌ها احساس می‌شود. بحران‌های مالی در ایران یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آینده به وجود آورده که باعث ایجاد انگیزه مدیران جهت اقدام برای پس اندازهای احتیاطی می‌گردد. لذا با کمبود منابع، مدیران برای سرمایه‌گذاری‌ها مجبورند که از منابع داخلی استفاده کنند، در نتیجه احتمال از دست دادن برخی از سرمایه‌گذاری‌ها را به علت محدود بودن منابع مالی را تجربه خواهند کرد. همچنین از عواملی که بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد، مالکیت دولتی است. شواهدی دال بر این وجود دارد که در مورد شرکت‌هایی با مالکیت دولتی به دلیل منطق نادرست انتخاب مدیران شایسته، ضعف دانش مالی و پنهان کاری در حساب‌ها توسط مدیران و نیز عدم ایفای مسئولیت پاسخگویی باعث می‌گردد تا سیستم حسابداری بدرستی به اجرا در نیامده و نتواند به اهداف مشخص شده‌اش که مهمترین آنها ارائه صادقانه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان است، دست پیدا کند.

## منابع

- ابراهیمی، کاظم؛ بهرامی نسب، علی و کریمی، اسحاق. (۱۳۹۸). ارتباطات سیاسی، کیفیت حسابرسی، بحران مالی، هزینه های نمایندگی. دانش حسابرسی، شماره ۷۳، ۷۹-۱۰۲.
- جدی، سهیلا. (۱۴۰۰). بررسی نقش تعدیل گر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین ویژگی های شرکت و در ماندگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه غیر دولتی و غیر انتفاعی آموزش عالی اندیشه جهرم.
- چاوشی نجف آبادی، فاطمه، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۷۹-۹۴.
- شریفی، عسل؛ قجر بیگی، مهسا و بیطاری، جلیل. (۱۴۰۰). تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با تأکید بر نقش بحران مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. دوره پنجم، شماره ۶۹، ۴۰-۵۶.
- صادقی عمروآبادی، بهروز و عمادی، زهرا. (۱۳۹۸). اثر مولفه های حاکمیت شرکتی بر ثبات مالی در بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوفصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی. موسسه عالی آموزش بانکداری ایران. دوره پنجم، شماره ۱۳، ۸۵-۱۰۵.
- عارف منش، زهره؛ قدیریان آرانی، محمدحسین و قدیریان آرانی، زهره. ۱۳۹۹. بحران مالی و تجدید ارائه صورت های مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی، مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال هفدهم، شماره ۶۷، ۶۷-۲۰۳-۲۲۷.
- کامیابی، یحیی؛ حسن نتاج کردی، محسن، ابراهیمی، جمیل. ۱۳۹۸. تأثیر فرصت های رشد، محدودیت مالی و درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت های کوچک و متوسط. دانش حسابداری مالی. دوره ششم، شماره ۴، ۹۹-۱۳۱.
- لاله ماژین، مریم؛ زلفی، حسن؛ بیات، مرتضی و سبحانی، علی. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره نهم، شماره ۳۶، ۱۷۰-۱۵۱.
- محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و اوراق بهادار تهران، شماره ۳۴، ۲۹۱-۲۷۳.
- نوروزی نصر، حسین؛ مرادزاده فرد، مهدی و شکری، اعظم. (۱۳۹۸). تأثیر مالکیت شرکت های سرمایه گذاری بر نقدشوندگی سهام. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی). سال یازدهم، شماره ۴۲، ۲۳-۴۵.
- وقفی، حسام. (۱۳۹۸). کاربرد الگوریتم هوش مصنوعی در پیش بینی ورشکستگی مالی با استفاده از متغیرهای کلان اقتصادی و حسابداری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تصمیم گیری و تحقیق در عملیات، دوره چهارم، شماره ۲، ۱۵۹-۱۷۳.
- اله بخشی، سعید؛ پیری، پرویز و حیدری، مهدی. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال شانزدهم، شماره ۶۲، ۲۱-۴۲.

- یحیی زاده فر، محمود، خرمدین، جواد (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقد شوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۱-۱۱۸.
- Aiyabei J. 2000. Financial Distress: Theory, Measurement & Consequence. Journal of Humanities and Social Sciences, September.
- Altman, E. , & Hotchkiss, E. 2006. Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt. Hoboken, New Jersey, U. S. A. John Wiley & Sons, Inc.
- Altman, E. I. 1968. Predicting financial distress of companies: Revisiting the A-score and Zeta Models. Stern School of Business, New York University.
- Amihud, Y., Mendelson, H., 2008. Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. Journal of Applied Corporate Finance 20(2), 32-45.
- Amihud, Y.; Mendelson, H. and R. Wood (1998), "Liquidity and the 1987 stock market crash", Journal of Portfolio Management, pp. 65-69.
- Baker, H. K. (1996), "Trading location and liquidity: An analysis of U.S. dealer and agency markets for comon stocks", Financial Markets, Institutions & Instruments 5(4), 1-51.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Megginson, W., 2018. The market value of government ownership. Journal of Corporate Finance 50, 44-65.
- Boubakri, Narjess. Chen, Ruiyuan (Ryan) . Guedhami, Omrane . El Ghouli , Sadok. (2020). The relationship between government ownership and stock liquidity: Evidence of privatization. Journal of Corporate Finance, Volume 65, December 2020, 101763.
- Boudt, Kris & Mikael Petitjean. 2014. Intraday liquidity dynamics and news releases around price jumps: Evidence from the DJIA stocks. Journal of Financial Markets, Volume 17, January 2014, Pages 121-149.
- Chen, D., Li, S., Zezhong, J. & Hong Zou, X. (2014). "The Effect of Government Quality on Corporate Cash Holdings", Journal of Corporate Finance, 27, 384-400.
- Chen, Deqiu . Sifei Li, Jason Zezhong Xiao, Hong Zou, (2014), "The Effect of Government Quality on Corporate Cash Holdings", Journal of Corporate Finance.27, PP. 384-400
- Chiang, T. C. & Zheng, D. 2015. Liquidity and stock returns: Evidence from international markets, Global Finance Journal , doi: 10. 1016/j. gfj. 2015. 04. 005



**Investigating the moderating role of the financial crisis on the relationship between government ownership and the liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange**

**Hassan Cheldavi\*<sup>1</sup>**

**Abstract**

The purpose of this research was to examine the moderating role of the financial crisis on the relationship between state ownership and the liquidity of the shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange. and it was of the correlation type. The statistical population of this research is the companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 1397 to 1401. After analyzing the statistical data, the results showed that the financial crisis has an effect on the liquidity of stocks in companies listed on the Tehran Stock Exchange with a beta of 0.82. The results also showed. The financial crisis affects the relationship between government ownership and the liquidity of shares in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results of the regression test showed that the control variables are also significant on the effect of the independent variable on the dependent variable.

**Keywords:** financial crisis, state ownership, stock liquidity.

<sup>1</sup> Corresponding author: Master of Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas branch / [H.bito1997@gmail.com](mailto:H.bito1997@gmail.com)